



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**LA LUNGA CRISI:  
ULTIMA CHIAMATA  
PER L'EUROPA**

**LIBERARE  
L'ITALIA  
DAL PIOMBO  
BUROCRATICO**

**Giugno 2012  
N. 14**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Gianna Bargagli, Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Manuela Marianera, Francesca Mazzolari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Lorena Scaperrotta e Mauro Sylos Labini.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 25 giugno 2012.

Editore SIPI S.p.A.  
Servizio Italiano Pubblicazioni Industriali  
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

Fotocomposizione: D.effe comunicazione - Roma  
Stampa: Amadeus Srl - Ariccia (RM)  
Finito di stampare nel mese di giugno 2012

# INDICE

Premessa .....	pag. 5
<b>1. Le previsioni .....</b>	<b>» 13</b>
1.1 L'economia italiana .....	» 13
1.2 Le esogene della previsione .....	» 63
<b>2. Liberare l'Italia dal piombo burocratico per tornare a crescere .....</b>	<b>» 111</b>
2.1 Una pubblica amministrazione al servizio dell'economia e non autoreferenziale?	
Diagnosi ed effetti economici .....	» 113
2.2 Per una pubblica amministrazione al servizio dell'economia e non autoreferenziale: le proposte .....	» 145
<i>Riquadri</i>	
Banche: fragili nei PIIGS, con leva troppo alta nei paesi <i>core</i> .....	» 27
Politiche espansive per uscire dalla crisi .....	» 45
Incentivi pubblici: spesi quasi 35 miliardi, alle imprese industriali ne arrivano meno di tre .....	» 54
Crescita cinese più lenta, costretta da nodi irrisolti .....	» 72
La bolla immobiliare ha iniziato a sgonfiarsi anche nei Paesi Bassi. Quando in Francia? .....	» 84
Germania <i>über alles...</i> se l'Europa non affonda .....	» 94
Uscita dall'euro = svalutazione = rilancio di export e PIL? False equazioni .....	» 106



## PREMESSA

*Il sistema socio-economico di per sé non si muove verso alcuna sorta di equilibrio tra forze, ma costantemente si allontana da un tale equilibrio.*

*Un cambiamento non innesca mutamenti che lo controbilancino, ma altri cambiamenti che lo rafforzano e spostano il sistema ancor più nella stessa direzione impressa dal primo.*

*Tale causazione circolare fa sì che il processo di cambiamento sociale tenda a essere cumulativo e spesso acquista velocità a un ritmo che accelera.*

**Gunnar Myrdal, 1957**

*Per questo alto scopo mi appello a tutta la popolazione affinché faccia propria questa nostra causa.*

*E la invito a rimanere calma e salda e unita in questi tempi di tribolazione.*

*Il compito sarà arduo. Potremo vivere giorni bui.*

*Ma se ciascuno e tutti insieme rimarremo risolutamente fedeli alla missione e pronti ad affrontare qualunque compito e sacrificio essa imporrà, allora, con l'aiuto di Dio, prevarremo.*

**Re Giorgio VI, 3 settembre 1939**

Non siamo in guerra. Ma i **danni economici** fin qui provocati dalla crisi sono equivalenti a quelli di un conflitto e a essere **colpite** sono state le **parti più vitali** e preziose del sistema Italia: **l'industria manifatturiera** e le **giovani generazioni**. Quelle da cui dipende il futuro del Paese.

L'aumento e il livello dei **debiti pubblici** sono analoghi, in quasi tutte le economie avanzate, a quelli che si sono presentati al termine degli scontri bellici mondiali.

Una sorta di **guerra** c'è stata ed è tuttora in corso, ed è combattuta, una volta di più, **dentro l'Europa** e **dentro l'Italia**. Come nei secoli passati, in cui le divisioni e gli interessi di parte prevalevano su tutto e tutti.

A scatenarla sono stati **errori recenti** e **mali antichi**.

Gli errori recenti sono stati inanellati nella **gestione dell'eurocrisi**.

<La priorità è **ristabilire la fiducia**. Soltanto la politica può riuscirci. Il **rischio più grande** dello scenario è quello di un nuovo **fallimento della politica**, qualora questa obbedisse a tempi e logiche proprie e non si dimostrasse all'altezza delle formidabili sfide presenti. Per le quali occorre prontezza nelle decisioni. In ritardo appare soprattutto l'Europa, dove un **salto di qualità** è alla portata e invece spesso prevalgono egoismi nazionalistici>, si legge nella Premessa agli Scenari economici del CSC pubblicati nel dicembre 2008.

Si tratta di errori compiuti dai **singoli stati**: per esempio, la falsificazione dei conti greci e il lungo immobilismo italiano. E nelle **decisioni collegiali**: per esempio, il precedente creato con la ristrutturazione del debito greco, il far contabilizzare dalle banche ai prezzi di mercato i titoli sovrani, come se gli stati europei potessero essere insolventi e, soprattutto, ostinarsi a condurre coralmemente politiche di bilancio restrittive.

Le politiche improntate al solo **rigore**, invece di stabilizzare il ciclo, stanno facendo **avvitare su se stessa** l'intera economia europea. Ormai non c'è (quasi) più nessun economista che creda agli effetti espansivi non-keynesiani dei tagli ai bilanci pubblici attuati sincronicamente in più paesi fortemente integrati tra loro, come sono quelli dell'UE e in particolare dell'Eurozona.

Gli esiti dell'esperimento in atto nell'Area euro di diminuzione dei disavanzi pubblici in presenza di un'**ampia capacità produttiva inutilizzata** (pari in media al 2,6% del PIL nell'Eurozona) dimostrano la validità delle prescrizioni contenute in ogni manuale di politica economica. In depressione economica la restrizione di bilancio abbassa il PIL effettivo e, **distruendo base produttiva**, quello potenziale, minando la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo<sup>1</sup>.

Perciò è indispensabile **cambiare strategia**, mantenendo la barra dritta sul risanamento con misure strutturali che agiscano nel tempo e che non impediscano di sostenere nell'immediato la domanda. Per lo meno evitino di comprimerla ulteriormente rispetto a quanto già fanno le **forze che agiscono in senso recessivo**: lo sgonfiamento delle bolle immobiliari, la riduzione della leva dei sistemi bancari e l'aggiustamento dei bilanci familiari.

L'impegno assunto nel **vertice quadrangolare di Roma** di un piano di rilancio pari all'1% del PIL europeo va nella giusta direzione, perché riconosce implicitamente la necessità di mutare passo, anche se ha un che di *déjà vu* non del tutto rassicurante.

Occorrono, però, altre misure per fermare e invertire la **disunione creditizia** da tempo in atto e che sta provocando un violento credit crunch proprio nei paesi maggiormente impegnati

<sup>1</sup> Su questo punto si veda il recente saggio di J. Bradford DeLong e Lawrence H. Summers, *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, Brookings Institution, 2012, in cui gli autori dimostrano che "è un fatto matematico: in un'economia depressa qual è l'attuale, se una lunga e profonda recessione proietta anche solo una piccola ombra sul prodotto potenziale futuro, con i tassi di interesse ai quali gli USA sono oggi in grado di indebitarsi, esistono una sostanziale probabilità che una politica di bilancio espansiva si autofinanzi e una soverchiante probabilità che superi qualunque test di costi-benefici".

nello sforzo di correzione dei conti pubblici. Per questo è cruciale l'esito del Consiglio europeo del 28-29 giugno.

I **mali antichi** sono quelli che affliggono il Belpaese e sono dovuti all'assenza di politica lungimirante e all'incapacità di fare sistema; entrambe trovano la massima espressione nell'inefficienza della pubblica amministrazione (un tema su cui si concentra la seconda parte di questo rapporto)<sup>2</sup>.

A livello UE **progressi** di consapevolezza e di consenso politico si intravedono dietro le quinte. Le proposte non mancano, ma non basterà più annunciarle per far riguadagnare al progetto dell'integrazione europea credibilità e, non meno importante per la tenuta sociale, popolarità.

Non basterà annunciarle perché servono **celeri azioni concrete** per estirpare gli embrioni di disgregazione monetaria che si sono già materializzati attraverso la segmentazione dei sistemi bancari e l'enorme dislivello dei tassi di interesse.

Segmentazione e dislivello agiscono inizialmente da potentissime centrifughe, ridistribuendo oneri, competitività e prospettive di sviluppo. Ma poi funzionano da **grimaldelli che scardinano** l'Unione.

Senza salvezza per alcuno. Come prova il rapido peggioramento della fiducia e dell'attività produttiva nella wunderbar (portentosa, magnifica) industria manifatturiera tedesca. E non c'è da ricavarne alcuna Schadenfreude, cioè piacere provocato dalla sfortuna dell'altro.

In **Germania** hanno cominciato a guardare e a far guardare l'opinione pubblica dentro l'**abisso della dissoluzione** dell'euro e si sono spaventati: secondo uno studio del ministero delle Finanze nel solo primo anno seguente alla morte dell'euro il PIL tedesco crollerebbe di quasi il 10% e la disoccupazione raddoppierebbe. Cifre la cui attendibilità è difficile da valutare perché non c'è modello econometrico che possa con fondatezza dar conto delle incalcolabili conseguenze economiche, sociali e geopolitiche della scomparsa della moneta unica<sup>3</sup>.

Per inciso, il **ritorno alla lira** si tradurrebbe per gli italiani nella più **colossale patrimoniale** mai varata, sia per gli effetti diretti sul valore delle attività delle famiglie e del loro reddito sia perché davvero le ricchezze private, ovunque detenute (anche illecitamente), verrebbero inevitabilmente sottoposte a una radicale tosatura per ristabilire un po' di ordine nel bilancio pubblico e nella giustizia sociale, di fronte al profondo impoverimento della maggioranza della popolazione.

<sup>2</sup> L'analisi dettagliata dell'origine del mal di bassa crescita dell'Italia è contenuta in CSC, *Cambia Italia. Come fare le riforme e tornare a crescere*, marzo 2012, che è scaricabile dalla pagina [www.confindustria.it](http://www.confindustria.it), seguendo il percorso > Centro studi > Studi e ricerche > Rapporti biennali.

<sup>3</sup> Si vedano le rivelazioni contenute nell'ultimo numero di Der Spiegel, che titola la copertina al fallimento dell'euro.

Le **misure adottabili** sul piano europeo sono numerose. La riduzione dei tassi da parte della BCE, che il CSC incorpora nello scenario per tre quarti di punto, e i suoi più massicci acquisti di titoli di Stato per ridurre gli spread. Oppure, visto che la BCE stessa non vuole più svolgere il ruolo di supplente della politica, l'acquisto di tali titoli potrebbe essere effettuato dal "fondo salva-stati" (mai nome fu così opportunisticamente e infedelmente scelto: salva-Europa sarebbe stato più bello e veritiero). Ancora, l'unione bancaria, con messa in comune dei rischi e della vigilanza, e l'emissione degli eurobond (in varie forme e per vari scopi). Infine, ma non da ultimo, l'unione fiscale, inclusa una maggiore armonizzazione dei sistemi previdenziali, per giungere al traguardo più ambito e ambizioso: l'unione politica.

In tutte queste misure è esplicita la **cessione di sovranità nazionale**; una cessione che nei fatti già era stata accettata implicitamente attraverso la comunione delle monete.

Particolarmente importante e denso di conseguenze, non solo per l'immediata urgenza di rompere la spirale tra bilanci delle banche e debiti pubblici, è il superamento della concezione nazionalistica dei sistemi bancari (dettata ovviamente da logiche di controllo politico-partitico delle risorse). L'**unione bancaria** significa, appunto, condividere sia la vigilanza, aprendo gli armadi e mostrando gli scheletri, sia i rischi per i contribuenti.

Sono passaggi fondamentali della strada che conduce agli **Stati Uniti d'Europa**, ribadendo il principio costitutivo degli stessi Stati Uniti d'America: non c'è tassazione senza rappresentanza.

Un'importante cartina di tornasole della svolta europea sarebbe la concessione di **più tempo alla Grecia** per il risanamento dei conti pubblici. Dalla tragedia greca è partita la pessima eu-rogestione franco-tedesca dell'uscita dagli alti disavanzi pubblici e da essa non può non ripartire la strategia europea.

I **greci meritano** una dilazione temporale perché hanno fatto sforzi enormi nella diminuzione del deficit pubblico (il saldo primario è passato da -10,4% a -1,0% del PIL) e hanno pagato una sanzione inaudita in termini di perdita di benessere (-15,0% il reddito pro-capite dal 2009, quando è iniziata la cura, al 2012). Ciò, ovviamente, non li esime dal mostrare con la condotta di aver appreso la lezione della disciplina nelle finanze pubbliche.

Come detto sopra, l'Eurozona tutta ha bisogno di una **maggiore gradualità** nell'aggiustamento degli squilibri, pena l'affossamento del progetto stesso dell'Unione europea, sul fronte politico e sociale non meno che su quello economico e finanziario.

Adesso e di nuovo **spetta alla politica** cambiare rotta finalmente. Gli effetti maggiori e più rapidi, nel rinsaldare la fiducia e nel rimuovere l'incertezza e, quindi, nel rilanciare l'economia, si avrebbero se ci fosse un'**esplicita ammissione** degli errori commessi, condita dal riconoscimento delle cause degli stessi.

Ma sarebbe ingenuo pretendere tanto. Risulterebbe già un grande sollievo poter leggere il mea culpa tra le righe del cambio dell'approccio all'eurocrisi, l'inizio di una **nuova fase di integrazione** e rafforzamento dell'Unione.

In questa <grave ora>, per usare le parole di Giorgio VI, sovrano del Regno Unito, se gli **europei rimarranno calmi e saldi e uniti**, l'euro verrà salvato e con esso il destino dell'Europa, il benessere dei suoi cittadini e le sue istituzioni democratiche, scosse da venti populistici.

Ciò vale specialmente per l'**Italia**, che potrebbe vincere la sua storica sfida: diventare nazione, cioè un sistema anziché un insieme di forze e interessi.

**Passi enormi**, impensabili fino a un anno fa, sono stati compiuti dal Paese con i vari decreti (Salva Italia, Cresci Italia, Semplifica Italia e i successivi interventi). Altri sono in cantiere sulle questioni fondamentali della pubblica amministrazione e della giustizia.

Inferiore alle attese e ai bisogni è risultata la nuova normativa sul **mercato del lavoro**, che contiene qualche avanzamento ma anche arretramenti e rischia di accrescere l'alea e le complizzazioni giuslavoristiche.

L'**opera delle riforme** è comunque lontana dall'essere terminata. In molti campi occorre ancora intervenire. La parte più difficile è quella dell'**attuazione**, che richiede coerenza nel tempo e nell'alternanza di maggioranze parlamentari ed esecutivi, oltre a pazienza certissima e grande determinazione. Solo così sarà possibile rimuovere gli ostacoli ed evitare gli insabbiamenti di chi ha interesse particolare o addirittura personale a conservare lo status quo.

Il CSC, contrariamente all'opinione di molti analisti e allo scetticismo della maggioranza degli investitori, assegna ancora un'**elevata probabilità** al rapido rilancio dell'Unione monetaria ed esclude l'uscita di qualunque paese dall'Eurozona, evento che innescerebbe incontrollabili reazioni a catena di natura economica e geopolitica.

Su questa doppia ipotesi sono incardinati i nuovi Scenari economici. Inevitabilmente **deteriorati** rispetto a quelli disegnati lo scorso dicembre.

Il quadro descritto allora per l'Italia era fondato sulla rapida soluzione dell'eurocrisi che avrebbe consentito il rientro, seppur parziale, degli spread e messo in moto la ripresa già dai mesi estivi. Era un'**assunzione dichiaratamente ottimistica**. Le dinamiche si sono rivelate, come temuto, decisamente meno positive sia sul fronte della domanda interna e della produzione sia su quello della finanza e del credito.

Nelle attuali previsioni il CSC prende atto della peggiore realtà, con effetti netti su PIL, mercato del lavoro e conti pubblici. L'**appuntamento** con la ripresa viene **posticipato** di un semestre.

Il **contesto esterno** si presenta in parte più favorevole. La frenata del **commercio mondiale** si è dimostrata meno concentrata nel tempo: +2,5% nel 2012, dal +5,7% del 2011 e dal +15,0%

del 2010, e +4,5% nel 2013, contro il +0,3% indicato a dicembre per quest'anno e il +6,9% per il prossimo. Gli scambi con l'estero, infatti, stanno risentendo con ritardo dell'indebolimento europeo e della minor vivacità della domanda interna nei mercati emergenti e negli USA; soprattutto il primo ne protrarrà la fiacchezza.

La **ripresa statunitense** conferma di essere fragile, rispetto all'esperienza passata: +1,9% il PIL nel 2012 e +2,1% nel 2013. Lo sviluppo dei **paesi emergenti** è molto meno arretrante di due anni fa: +5,5% nell'anno in corso e +5,9% in quello venturo, dal +7,5% nel 2010; ma continuerà a fornire l'80% della crescita globale. L'**Eurozona** viene ribadita in recessione (-0,5% nel 2012), da cui uscirà più gradualmente (+0,5% nel 2013, contro l'1,1% atteso sei mesi fa).

Per il **petrolio** il CSC ha mantenuto invariate le indicazioni dicembrine: 100 dollari a barile nel 2013. La marcata discesa delle quotazioni nelle ultime settimane (sotto i 90 dollari a barile) è considerata temporanea perché legata ai timori dei mercati per la ripresa globale. L'**euro** è proiettato a 1,32 sul dollaro nel 2013, in recupero rispetto ai valori attuali (1,25), dovuti a quella ricerca di rifugio che verrà meno con il ripristino della fiducia nella moneta unica; ma minore dell'1,35 atteso dal CSC sei mesi fa. Infine, la BCE abbasserà i **tassi ufficiali**, fino allo 0,25% entro l'autunno del 2012 (allo 0,50% nella primavera 2012 era stato ipotizzato a dicembre) e la FED li azzererà, varando ulteriori misure di espansione quantitativa.

La **recessione italiana** si è già concretizzata **più intensa**: -2,1% è l'acquisto stimato dal CSC nel secondo trimestre del 2012. In pratica ciò rappresenta già il 90% dell'arretramento di quest'anno, che è previsto pari al 2,4%, contro l'1,6% indicato a dicembre. Analoga è la differenza nello scenario per il 2013: da +0,6% a -0,3%, quasi esclusivamente dovuta alla pessima eredità ricevuta dal 2012.

La **domanda totale interna** scende bruscamente (-4,3% quest'anno, poi -0,6%), con il contributo di un massiccio decumulo di **scorte** (-0,7 punti di PIL nel 2012), giudicate ancora eccessivamente elevate dalle imprese nella rilevazione ISTAT di maggio. E soprattutto con la drastica **revisione dei comportamenti di spesa delle famiglie**, che puntano ad adeguarla al calo passato e atteso del reddito disponibile: -2,8% quest'anno i consumi e -0,8% nel 2013 (molto più giù delle stime di dicembre: -1,0% e +0,4%).

D'altronde si accentuano le difficoltà nel **mercato del lavoro**, con l'occupazione che perde l'1,9% cumulato nel biennio (più del doppio di quanto proiettato sei mesi fa) e la disoccupazione che prosegue la corsa osservata negli ultimi mesi fino ad arrivare al 12,4% nel quarto trimestre del 2013 (13,5% contando gli inoccupati in CIG).

Quest'ultima cifra, certamente allarmante, deriva da un corretto **cambiamento di atteggiamento** delle persone inattive, che cercano più assiduamente un impiego per rimpinguare i guadagni familiari. Giacché le **retribuzioni di fatto**, pur beneficiando dei molti rinnovi contrattuali nel settore privato, ipotizzati in linea con quanto prescritto dall'accordo del 2009, segneranno

il passo, risentendo dell'alta offerta di lavoro inutilizzata: +1,2% nel 2012 e +1,1% nel 2013 (quasi un punto in meno complessivamente rispetto alle stime di dicembre).

La dinamica dei **prezzi al consumo** (+3,1% nel 2012 e +2,6% nel 2013; circa 1,4 punti aggiuntivi sulle previsioni di sei mesi fa) ingloba sia la maggiorazione delle imposte indirette sia il rincaro della bolletta energetica dovuto al finanziamento degli incentivi alle fonti rinnovabili. Risente anche delle pressioni inflazionistiche interne: a causa della caduta della produttività, il **CLUP** sale del 3,3% nel 2012 (+0,8% nel 2011) e ancora dell'1,2% nel 2013. La forbice che si è aperta dal 2007 con la Germania tenderà a chiudersi per l'accelerazione impressa alle retribuzioni tedesche dai recenti aumenti salariali negoziati collettivamente.

La **redditività** delle imprese italiane rimane compressa.

Gli **investimenti** crollano dell'8,0% nel 2012 (-4,8% l'indicazione di dicembre) e perdono un altro 0,2% nel 2013 (contro il +1,7%). Con gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto che diminuiscono quest'anno dell'8,7% (-4,5% calcolato sei mesi fa) e recuperano nel prossimo lo 0,7% (dal +2,3%). Le costruzioni scendono del 7,5% (-5,1%) e di un altro 1,1% (+0,8%).

L'unico cambiamento positivo riguarda le **esportazioni**: +1,2% (da +0,2%) e +2,8% (contro +3,6%). Segno di **diffusa vitalità** del tessuto manifatturiero, che cerca nuovi sbocchi all'estero, specie extra-UE, di fronte alla violenta compressione di quelli interni. Ma anche del diverso profilo del commercio estero.

La **bilancia commerciale** e quella corrente si raddrizzano, anche grazie al crollo dell'import (-5,6% nel 2012, seguito da un +2,2%). L'attivo nell'interscambio di merci salirà nel 2013 all'1,0% del PIL, il miglior risultato da oltre un decennio, e il **passivo corrente** calerà all'1,1%, dal buco del 3,5% del 2010.

I **conti pubblici migliorano** vistosamente, anche se la maggiore flessione del PIL inevitabilmente allontana il pareggio: 1,6% del PIL l'indebitamento netto l'anno prossimo, dallo 0,1% proiettato a dicembre. Lo slittamento è tutto spiegato dalla congiuntura negativa.

Il **saldo primario** arriverà comunque al 4,3% del PIL nel 2013, valore con pochi eguali nell'Eurozona e nel mondo avanzato; al netto della componente ciclica l'attivo, tolta la spesa per interessi, toccherà il 5,4% del PIL. È questa la grandezza cui guardare per misurare l'enorme sforzo di risanamento che il Paese sta compiendo: si tratta di 4,2 punti in più rispetto al 2010.

La **pressione fiscale** apparente è confermata salire al 45,4% del PIL nel 2013; quella effettiva, che tiene conto del sommerso, giungerà al 54,6%. Entrambe includono l'aumento dell'IVA legiferato e pronto a scattare dal 1° ottobre prossimo.

Il CSC ha simulato gli **effetti della sostituzione** di tale aumento con i risparmi ottenuti dalla spending review: il PIL l'anno venturo risulterebbe dello 0,24% più elevato, i consumi dello 0,67% e gli investimenti dello 0,51%, con 27mila occupati in più.

Dal 2013 il **debito pubblico** si stabilizzerà in rapporto al PIL su livelli più alti di quelli previsti a dicembre: 125,8% rispetto a 121,3%. Al netto del contributo italiano agli aiuti chiesti da altri paesi dell'Eurozona (conteggiati poco saviamente nei parametri europei) sarà al 122,6% quest'anno e inizierà a calare il prossimo.

La rivoluzione del **modo di operare** della **pubblica amministrazione** è vitale per il rilancio dell'economia e per il percorso riformista del Paese. La sua inefficienza pervade ogni ambito sociale ed economico. Dalle lungaggini e dall'incertezza nella concessione dei permessi ai ritardi della giustizia, dall'evasione iniqua e distorsiva all'istruzione poco meritocratica nella selezione e nella remunerazione del corpo docente, dall'interpretazione spesso aleatoria di norme troppo numerose e poco chiare alla molteplicità delle pratiche e degli enti preposti: tutto ciò costituisce un grave ostacolo al benessere dei cittadini e allo sviluppo delle imprese, scoraggia gli investimenti, italiani e dall'estero, pone l'Italia agli ultimi posti in quasi ogni graduatoria internazionale di competitività e allontana i talenti.

Liberare l'Italia dal piombo della burocrazia è la **via maestra** per riportare il Paese su un alto sentiero di sviluppo. Secondo le stime elaborate dal CSC, basate sulle statistiche riguardanti il grado di soddisfazione delle famiglie per i servizi pubblici, una diminuzione dell'1% dell'inefficienza della pubblica amministrazione è associata a un incremento dello 0,9% del livello del PIL pro-capite e di 0,2 punti percentuali della quota dei dipendenti in imprese a partecipazione estera sul totale dell'occupazione privata non-agricola.

Il Titolo V della Costituzione, annata 2001, e il **policentrismo normativo**, che ne è derivato, hanno reso più complesso e disarticolato l'ordinamento amministrativo. Non è, tuttavia, solo una questione di norme, scritte per altro sempre peggio, contraddittorie e di non trasparente applicazione. Nel rendere la pubblica amministrazione poco attenta alle esigenze dei privati contribuiscono anche e soprattutto alcune sue caratteristiche strutturali: l'**autoreferenzialità**, la dipendenza dalla politica e l'inefficiente utilizzo delle risorse di cui dispone.

Più di qualcosa è stato fatto per ridurre i malfunzionamenti della pubblica amministrazione e migliorare il contesto del fare impresa. Ma per rilanciare davvero lo sviluppo la **semplificazione amministrativa e normativa** va percorsa con decisione, costanza, pazienza e ampio consenso, perché è un processo complesso, lungo e che sposta redditi, poteri e responsabilità. Non esistono ricette miracolistiche per semplificare, né misure che risolvano tutti i problemi se prese singolarmente.

Il vero **nodo da sciogliere** riguarda il comportamento dei **dipendenti pubblici**: il **funzionario competente**, che privilegia la qualità del servizio e trova i modi per superare correttamente possibili ostacoli formali, è una risorsa preziosa che va valorizzata.

# 1 LE PREVISIONI

## 1.1 L'economia italiana

### Un biennio di recessione

L'Italia è precipitata dentro una grave recessione. Ciò è avvenuto dopo soli due anni di lento e parziale recupero dalla più profonda caduta degli ultimi ottant'anni.

Il CSC stima flessioni del PIL del 2,4% nel 2012 e dello 0,3% nel 2013, che seguono incrementi dell'1,8% nel 2010 e dello 0,4% nel 2011. Il 90% dell'arretramento di quest'anno è già acquisito nel secondo trimestre (-2,1%). La domanda totale interna è prevista in marcata contrazione: -4,3% (-1,0% nel 2011). In particolare, i consumi delle famiglie diminuiscono nettamente (-2,8%), conseguenza della fiducia al minimo storico, dell'ulteriore riduzione del reddito reale disponibile, della restrizione dei prestiti e dell'aumento del risparmio precauzionale. Gli investimenti crollano dell'8,0% per effetto dell'estrema incertezza sulla domanda futura, dell'elevata capacità produttiva inutilizzata e del proibitivo accesso al credito bancario.

Inoltre, lo scenario nel 2012 è caratterizzato dal rallentamento del commercio mondiale, dovuto sia all'andamento degli scambi con l'estero delle economie emergenti, che restano comunque il più importante motore della crescita globale, sia, soprattutto, di quelli dell'Euroarea, che invece è il freno principale (si veda l'analisi del quadro internazionale nelle pagg. 63-94). Il minor incremento della domanda estera incide sulle esportazioni italiane, che decelerano al +1,2% (dal +5,6% del 2011); l'export netto fornisce un contributo alla dinamica del prodotto italiano comunque molto positivo (pari a due punti percentuali) e superiore a quello degli anni precedenti, grazie al contestuale e significativo calo delle importazioni (-5,6%).

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Var. %)				
	2010	2011	2012	2013
Prodotto interno lordo	1,8	0,4	-2,4	-0,3
Consumi delle famiglie residenti	1,2	0,2	-2,8	-0,8
Investimenti fissi lordi	2,1	-1,9	-8,0	-0,2
Esportazioni di beni e servizi	11,6	5,6	1,2	2,8
Importazioni di beni e servizi	12,7	0,4	-5,6	2,2
Saldo commerciale <sup>1</sup>	-1,3	-1,1	0,5	1,0
Occupazione totale (ULA)	-0,9	0,1	-1,4	-0,5
Tasso di disoccupazione <sup>2</sup>	8,4	8,4	10,4	11,8
Prezzi al consumo	1,5	2,8	3,1	2,6
Retribuzioni totale economia <sup>3</sup>	2,3	1,4	1,2	1,1
Saldo primario della P. A. <sup>4</sup>	0,0	1,0	3,1	4,3
Indebitamento della P. A. <sup>4</sup>	4,6	3,9	2,6	1,6
Debito della P. A. <sup>4</sup>	118,6	120,1	125,7	125,8

<sup>1</sup> Fob-fob, valori in percentuale del PIL; <sup>2</sup> valori percentuali; <sup>3</sup> per addetto; <sup>4</sup> valori in percentuale del PIL.

Le ipotesi della previsione sull'economia italiana includono anche il già legiferato aumento dell'IVA, che scatterà dal prossimo 1° ottobre, e la permanenza della Grecia nell'Euroarea, condizione assolutamente da garantire, pena effetti a catena incalcolabili su tutte le economie europee.

Nel 2013 il quadro migliorerà grazie a: politiche di bilancio meno restrittive, accelerazione del commercio globale (+4,5%) e nuove misure che dissolveranno i dubbi circa la sopravvivenza della moneta unica europea. Queste ultime allenteranno rapidamente le tensioni finanziarie e il *credit crunch*, contribuiranno a far risalire la fiducia e innescheranno nel corso dell'anno una graduale ripresa dell'economia italiana.

Il tasso di disoccupazione continuerà ad aumentare in tutto l'orizzonte di previsione, raggiungendo l'11,8% medio nel 2013, massimo storico da quando è in vigore la nuova rilevazione ISTAT sulle forze di lavoro (cioè dal quarto trimestre 1992).

Le nuove stime del CSC sono molto inferiori a quelle elaborate nel dicembre 2011, che indicavano un PIL in diminuzione dell'1,6% quest'anno e in recupero dello 0,6% il prossimo. Erano proiezioni dichiaratamente ottimistiche perché ipotizzavano la soluzione rapida della crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona, grazie a una maggiore cooperazione tra Stati e istituzioni, e dunque la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine, il conseguente ripristino di condizioni normali nel credito e il ritorno della fiducia tra imprese e consumatori. Come temuto, tali ipotesi non si sono concretizzate, mentre i rischi al ribasso, che pure erano stati evidenziati in Scenari economici dello scorso dicembre, si sono realizzati: la crisi in Europa si è accentuata dopo l'esito incerto delle elezioni di maggio in Grecia (cui sono seguite quelle di giugno più favorevoli alla sopravvivenza dell'euro); è esplosa la crisi delle banche spagnole; le istituzioni europee non sono riuscite a trovare una soluzione praticabile e credibile, a causa della contrapposizione tra gli interessi nazionali dei singoli Stati sovrani; i rendimenti dei titoli di stato italiani a 10 anni sono tornati stabilmente ben sopra il 5%, dopo che nel primo trimestre si erano progressivamente abbassati dai livelli elevatissimi di fine 2011; il credito è diventato sempre più scarso e costoso (specie per le piccole e medie imprese); la fiducia e le attese delle famiglie sono scese ai minimi storici, quelle delle imprese sono tornate sui valori del 2009.

In tale contesto, già molto difficile, il terremoto ha investito nell'ultima decade di maggio, per la prima volta in oltre quattro secoli, una vasta area compresa tra le province di Bologna, Modena, Reggio Emilia, Ferrara e Mantova, con gravissime conseguenze per la vita delle persone e per l'attività produttiva. Si tratta di uno dei territori a più elevato tasso di concentrazione manifatturiera d'Italia, con importanti distretti industriali nel biomedicale, nell'agroalimentare, nel meccanico e nel tessile-abbigliamento. Molti impianti sono stati seriamente danneggiati e, soprattutto, la produzione di numerose imprese è stata bloccata per effettuare la necessaria messa in sicurezza antisismica degli edifici, in accordo con le più

recenti norme, anche di aziende che non erano state colpite. Ciò sta avendo un impatto negativo sull'economia dell'area e del Paese ancora difficilmente quantificabile.

Il quadro non solo economico è piuttosto fosco. L'Italia deve contemperare la doppia necessità di riordinare i conti pubblici e di rilanciare la crescita con riforme in grado di incidere in maniera strutturale sulle tendenze di fondo dell'economia. Si tratta di due obiettivi convergenti e che si rafforzano vicendevolmente. La svolta positiva dipende dalla capacità delle istituzioni politiche ed economiche nazionali e sovranazionali di risolvere contemporaneamente la crisi domestica e quella dell'Eurozona. Il tempo è ormai limitato.

### Il double dip dell'Italia

Dall'estate 2011 l'Italia è tornata in recessione, una recessione che si sta rivelando acuta e che si protrarrà per tutto l'anno corrente. Giunge dopo il breve e modesto recupero (+2,9% il PIL dal terzo trimestre 2009 al secondo 2011 inclusi) dalla intensa caduta del 2008-2009: -7,1% tra quarto trimestre 2007 e secondo 2009 compresi. La distanza dal picco pre-crisi (toccato nel terzo trimestre 2007) raggiungerà a fine 2012 il 7,6%, secondo le proiezioni CSC.

Il profilo elaborato dal CSC è composto da un'accentuazione del calo del PIL nel secondo trimestre del 2012 (-1,0%) e dalla sua graduale attenuazione fino al termine dell'anno, quando il livello del prodotto raggiungerà valori inferiori dello 0,6% al minimo raggiunto nella precedente recessione. Il ritorno a variazioni positive si avrà solo dalla primavera del prossimo anno, dopo un trimestre di stagnazione, con una dinamica intorno allo 0,2% trimestrale, che permetterà di contenere al -0,3% la contrazione media annua nel 2013 (+0,7% tendenziale di fine periodo). Al termine del periodo di previsione il vuoto da colmare rispetto al massimo pre-crisi sarà del 7,0% (Grafico 1.1).

A sei anni dall'inizio della crisi, nel 2013, l'Italia si troverà con un livello di benessere, misurato sul PIL pro-capite, del 10% inferiore rispetto alla media 2007, pari a quasi 2.500 euro in meno (prezzi costanti del 2005). Una perdita difficilmente recuperabile, in assenza di riforme incisive che riportino il Paese su un sentiero di crescita superiore al 2% annuo, come è alla sua portata<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per la stima dei vantaggi delle riforme in termini di incremento del PIL si rimanda a CSC, Cambia Italia - Come fare le riforme e tornare a crescere, marzo 2012.



**Congiuntura, indicatori giù**

Sulla dinamica attesa per i prossimi trimestri convergono tutti gli indicatori congiunturali che riguardano l'intera economia o suoi grandi segmenti: il PMI composito (che combina i PMI manifatturiero e dei servizi) si è attestato in maggio a 43,5 (da 42,6 di aprile, che era il minimo da giugno 2009), in area nettamente recessiva perché molto al di sotto della soglia di neutralità (pari a 50; Grafico 1.2). Nel dettaglio, il PMI manifatturiero ha registrato un marginale miglioramento (a 44,8 da 43,8 di aprile), ma è rimasto su valori che indicano una marcata flessione congiunturale. Il PMI

dei servizi ha confermato i segnali di profonda debolezza, già emersi nei mesi scorsi: in area recessiva da un anno, è di poco salito dal minimo triennale toccato in aprile (42,8, da 42,3). La contrazione del terziario è stata determinata, secondo gli intervistati, da un'ulteriore forte diminuzione delle componenti nuovi ordini e produzione, entrambe vicine ai valori registrati nella fase più acuta della precedente recessione. Le previsioni sull'attività dei servizi nei prossimi dodici mesi sono risultate vicine ai minimi storici dell'indagine.

Segnali molto negativi vengono dalle rilevazioni sulla fiducia, in calo presso tutti gli operatori: consumatori, imprese manifatturiere, della distribuzione al dettaglio, degli altri servizi e delle costruzioni (fonte Commissione europea).

L'indicatore sintetico di sentimento economico è diminuito rapidamente negli ultimi due mesi, scendendo in maggio a 78,8, dall'88,8 di marzo (Grafico 1.3). È arretrata, in modo particolare, la fiducia nel settore degli altri servizi e tra i consumatori.

Analogamente, l'indice anticipatore OCSE, che precorre i punti di svolta del ciclo economico di circa un semestre, ha

Grafico 1.2

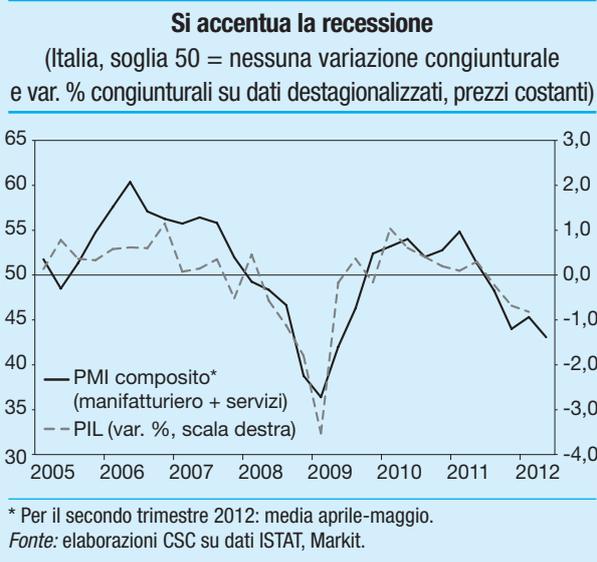


Grafico 1.3



proseguito a ridursi fino ad aprile, confermando che la contrazione del PIL proseguirà fino a tutto il 2012, almeno. L'indice, in diminuzione da dodici mesi, è sceso dello 0,18% su marzo (-2,53% annuo), attestandosi a 99,1, livello inferiore al trend di lungo periodo (100) e minimo dall'ottobre 2009.

### L'eredità del 2011

La retromarcia del PIL è iniziata nel terzo trimestre 2011 e si è accentuata nel primo trimestre 2012. Quando quasi tutte le componenti del PIL (eccetto la spesa pubblica) hanno registrato un significativo decremento (Tabella 1.2). Il quale ha accentuato la variazione negativa ereditata dal 2011 (il cosiddetto trascinamento) e determinato un acquisito di arretramento per il 2012 molto ampio in tutte le variabili (eccetto l'export). Statisticamente, l'acquisito misura la variazione media annua che si avrebbe se nella restante parte dell'anno non si verificasse alcuna variazione. Una condizione che, riguardo al PIL, è del tutto irrealistica, perciò la recessione risulterà ben più marcata. L'acquisito per il PIL è già pari a -1,4%, per i consumi a -1,5%

(-1,9% per la spesa delle famiglie), per gli investimenti a -6,1% (per quelli in mezzi di trasporto a -15,8%) e per le esportazioni a +0,4%, grazie al trascinamento di +0,9% ricevuto dal 2011.

### Consumi ai minimi

La spesa delle famiglie, nelle previsioni del CSC, è stimata scendere del 2,8% nel 2012 e dello 0,8% nel 2013. Tale discesa avviene dopo il recupero nel 2010 (+1,2%) e la sostanziale stagnazione nel 2011 (+0,2%) e riporta i consumi familiari a -4,5% reale rispetto alla media del 2007.

L'impatto della crisi sulla spesa delle famiglie è stato molto significativo. Tanto da cambiare negli ultimi anni le abitudini di consumo, con un crescente ricorso alla grande distribuzione - specie ai discount - e la ricerca attenta del miglior prezzo, al fine di difendere il più possibile gli standard di vita, pur in presenza di un reddito disponibile reale nettamente decurtato. Perciò finora è stato sacrificato il tasso di risparmio, che a partire dal 2008 ha accentuato la tendenza alla riduzione già in atto negli anni più recenti.

Tabella 1.2

#### Retromarcia: negativi l'eredità del 2011 e l'avvio del 2012 (Italia, var. %, prezzi concatenati 2005)

	Trascinamento sul 2012	Variazione cong. 1° trim.	Acquisito al 1° trim. 2012
Prodotto interno lordo	-0,5	-0,8	-1,4
Consumi finali nazionali	-0,9	-0,6	-1,5
Spesa delle famiglie	-0,9	-1,0	-1,9
Spesa della P.A. e ISP	-0,8	0,4	-0,5
Investimenti fissi lordi	-2,6	-3,6	-6,1
Macch., attr. e prod. vari	-3,7	-2,0	-5,7
Mezzi di trasporto	-3,8	-12,5	-15,8
Costruzioni	-1,5	-3,3	-4,8
Esportazioni di beni e servizi	0,9	-0,6	0,4
Importazioni di beni e servizi	-3,2	-3,6	-6,7

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Tra 2008 e 2011 il reddito spendibile reale e i consumi hanno registrato dinamiche nettamente divergenti, che hanno via via ampliato la forbice tra le due variabili (Grafico 1.4). Un gap insostenibile e destinato, quindi, a ridursi, se non a chiudersi completamente, attraverso il ridimensionamento della spesa, visto che le prospettive reddituali rimangono negative.

Dal terzo trimestre 2007 al punto di minimo della precedente recessione (secondo 2009) i consumi delle famiglie erano diminuiti del 2,9%, a fronte di una contrazione del reddito disponibile reale

del 4,0% (-7,1% la discesa del PIL nello stesso periodo). Nella successiva fase di debole ripresa, la spesa familiare è aumentata del 2,3% fino al primo trimestre del 2011, mentre il reddito ha proseguito nella flessione (-0,6%). Nella restante parte dell'anno scorso i consumi sono diminuiti (-1,5% cumulato), in misura maggiore rispetto al reddito (-1,1%).

I dati del primo trimestre 2012 indicano un'accelerazione della caduta della spesa delle famiglie (-1,0% congiunturale, dal -0,9% del quarto 2011). Rispetto a un anno prima la diminuzione è stata del 2,4%, analoga a quanto registrato durante la recessione precedente. Il calo è stato naturalmente più accentuato per gli acquisti di beni durevoli (-11,8% in un anno), mentre la domanda di servizi ha tenuto (-0,2%).

#### Verso più parsimonia?

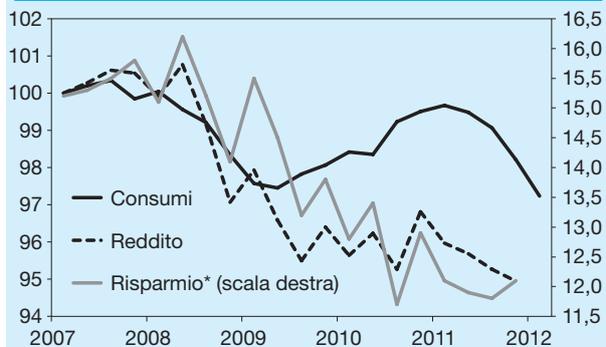
La propensione al risparmio delle famiglie è stata per molti decenni un punto di forza dell'economia italiana nel confronto internazionale, sebbene calante già negli anni immediatamente precedenti la crisi. Le cui profondità e durata hanno accelerato la diminuzione. Dal terzo trimestre del 2007 al terzo del 2011 il tasso di risparmio delle famiglie è sceso di 3,7 punti, toccando l'11,8% del reddito disponibile reale. La tendenza alla minor parsimonia non è però giustificata e quindi sostenibile. Essa, infatti, non discende da un aumento della ricchezza, visto che il valore delle attività finanziarie nette è diminuito nel quarto trimestre 2011 al 230,4% del reddito disponibile, dal 292,6% del primo 2007 e resta molto depresso; inoltre, i prezzi delle case sono in sostanziale discesa: -13,2% in termini reali dal picco del primo trimestre 2008 al terzo 2011; né, d'altra parte, i consumi possono essere più sostenuti, come nel periodo 2000-2007, dal facile accesso al credito, il quale anzi diventa sempre più selettivo.

Nell'ultimo trimestre del 2011 il tasso di risparmio è risalito di 0,3 punti. Potrebbe essere il primo segnale di un'inversione di tendenza. È probabile, infatti, che continui ad aumentare

Grafico 1.4

#### Redditi e consumi: la forbice si chiude all'ingiù

(Indici 1° trim. 2007=100 su dati a prezzi costanti e %)



Reddito lordo disponibile e spesa delle famiglie per consumi finali.

\* Risparmio in % del reddito disponibile.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

nei prossimi mesi per i seguenti motivi: l'estrema incertezza riguardo alle prospettive reddituali; i timori di minori possibilità lavorative; la necessità di ricostituire per scopi precauzionali parte della ricchezza erosa negli ultimi anni; l'indeterminatezza dell'aumento della pressione fiscale (con il nuovo scatto dell'IVA dal 1° ottobre e con l'innalzamento dell'IMU, da congruare a fine anno). Ciò contribuirà a ridurre la spesa più del reddito.

Gli indicatori qualitativi relativi alle condizioni economiche delle famiglie hanno raggiunto livelli significativamente bassi, in alcuni casi addirittura inferiori ai minimi toccati durante la recessione del 2008-2009. L'indice di fiducia dei consumatori ha toccato in giugno il minimo da quando è iniziata la rilevazione (1982), a 85,3 (da 86,5 di maggio). Nel secondo trimestre in media è stato pari a 86,9 (93,7 nel primo).

Anche le valutazioni sulla situazione economica presente e futura della famiglia e sui bilanci familiari sono nettamente peggiorate negli ultimi mesi. Le attese, in particolare, sono scese al minimo storico (-41 da -37) e nella media degli ultimi tre mesi sono state di 11 punti sotto al livello del primo trimestre 2012 (Grafico 1.5).

Da queste informazioni è ragionevole supporre che il calo dei consumi si sia accentuato nel secondo trimestre e che vi sarà una maggiore parsimonia nella gestione delle spese familiari. Nell'immediato, tale valutazione trova conferma nel calo dei giudizi sugli ordini interni presi dai produttori di beni di consumo (-3,8 punti il saldo nella media aprile-maggio rispetto al primo trimestre).

La discesa della spesa delle famiglie rallenterà nel 2013 (-0,8% medio annuo). A fronte di un'ulteriore riduzione dei redditi da lavoro (-1,9% il monte salari reale), il freno al calo dei consumi verrà dal miglioramento della fiducia, grazie a condizioni economiche interne in miglioramento nel corso dell'anno come conseguenza dell'attenuazione delle crisi gemelle, dei debiti sovrani e dei sistemi bancari, con calo degli *spread* e ripartenza del credito che agiranno da stimolo.

#### Investimenti in caduta nel 2012

Gli investimenti fissi lordi, secondo il CSC, si ridurranno dell'8,0% nel 2012 e dello 0,2% nel 2013, dopo la già netta contrazione nel 2011 (-1,9%). In particolare, la spesa in macchinari e mezzi di trasporto scenderà dell'8,7%, per risalire poco nel 2013 (+0,7%). Sarà senza soluzione di continuità, invece, la diminuzione degli investimenti nelle costruzioni: -7,5% quest'anno e -1,1% il prossimo. Specialmente quelli nelle



residenziali, in presenza di ulteriori e più forti ridimensionamenti attesi nei prezzi degli immobili. Ma sarà molto marcata anche la flessione degli investimenti in fabbricati non residenziali, specie nel 2012 (-6,4%). Nel complesso, il livello di investimenti fissi lordi nel 2013 sarà inferiore del 21,8% rispetto alla media 2007.

Al culmine della precedente recessione gli investimenti erano diminuiti del 16,5%, a partire dal terzo trimestre 2007. Il recupero è durato appena un anno, sostenuto parzialmente da incentivi, con un incremento del 3,8% fino al terzo trimestre 2010. Da allora al primo quarto 2012 si è avuta una contrazione cumulata del 7,9% che ha condotto gli investimenti al di sotto del fondo toccato nella recessione 2008-2009 e a -20,1% dal picco pre-crisi.

Gran parte del calo atteso per quest'anno è già avvenuto (-6,1% l'acquisito nel primo trimestre), ma la dinamica nei prossimi trimestri continuerà a essere negativa. Il basso utilizzo della capacità produttiva, sceso nel primo trimestre del 2012 al 69,9% (meno sei punti percentuali rispetto a quattro anni prima) e le aspettative di ulteriore indebolimento della domanda continuano a rendere prudenti le imprese. Inoltre, il grave *credit crunch* ha spesso reso impossibile investire a molte imprese desiderose di realizzare nuovi progetti; una restrizione che è destinata a non venir meno in tempi brevi.

Cosicché le imprese industriali reagiscono rivedendo al ribasso i piani di investimento. Come è confermato dai giudizi sugli ordini interni dichiarati dagli imprenditori che producono beni strumentali. Nel secondo trimestre (media di aprile e maggio) il saldo è diminuito di 5,2 punti percentuali (a -48,5) rispetto al primo (indagine ISTAT sulle imprese manifatturiere; Grafico 1.6).

Giudizi e attese negativi impongono cautela nelle decisioni imprenditoriali. Secondo le valutazioni degli imprenditori manifatturieri i prossimi mesi saranno ancora estremamente difficili: il saldo dei giudizi sugli ordini è in calo da un anno e in maggio è sceso a -43, dieci punti sotto il livello di gennaio e ai minimi da inizio 2010. Le attese di produzione sono molto peggiorate nell'ultimo bimestre: in maggio il saldo ha raggiunto -8, da -5 di aprile (zero a marzo; Grafico 1.7).

Il contenimento della contrazione nel 2013 origina dalle ipotesi di attenuazione della stretta al credito nel corso dell'anno e di rilancio dell'export.

Grafico 1.6

**Prosegue il calo degli investimenti**  
(Italia, miliardi di euro e saldi delle risposte, dati destagionalizzati, prezzi costanti)



I giudizi sugli ordini sono spostati avanti di un periodo.  
Per il secondo trimestre media aprile-maggio 2012.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

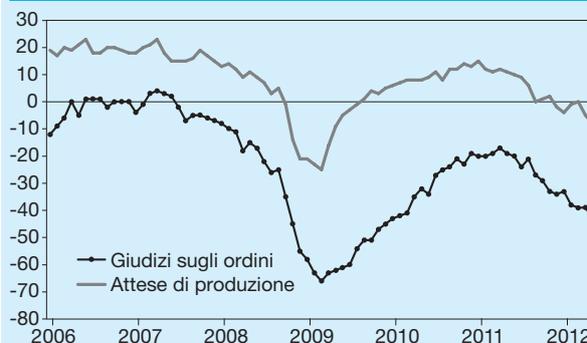
Le indicazioni che emergono dalle inchieste presso gli imprenditori sono in linea con le stime CSC sulla produzione industriale. Secondo i dati preliminari dell'indagine rapida di giugno, l'attività è diminuita dello 0,6% su maggio, quando è stata stimata una contrazione dello 0,9% su aprile. La distanza dal picco pre-crisi (aprile 2008) è salita al -24,2% a fronte di un incremento dai minimi della recessione che è sceso a +2,4%. Nel secondo trimestre la variazione congiunturale risulta di -2,6% (-2,3% nel primo). L'acquisito per il 2012 a giugno è di -6,8%.

L'industria italiana è tornata in recessione da metà primavera 2011, dopo quasi un anno di sostanziale stagnazione. Dall'aprile 2011 al giugno 2012 la produzione è diminuita del 10,1% (-0,8% medio mensile). La riduzione dei consumi interni ha contribuito in maniera significativa al calo dell'attività, ma nei mesi più recenti si è attenuato l'apporto della domanda estera e c'è stato un netto decumulo di scorte, che nel primo trimestre hanno dato un contributo negativo dello 0,5% alla variazione del PIL. La tendenza per i prossimi mesi si prospetta ancora negativa. Gli ordini ricevuti dalle imprese manifatturiere sono in continua riduzione: la relativa componente nel PMI è da molti mesi in area recessiva (40,3 in maggio da 39,2 in aprile, minimo degli ultimi tre anni). Tale diminuzione, secondo gli intervistati, riflette il calo sia della domanda interna sia di quella estera. La componente dei nuovi ordini all'export è infatti risultata in zona di contrazione per il secondo mese consecutivo (47,4 da 46,5).

La produzione nelle costruzioni mostra un profilo perfino peggiore. Il calo dell'attività nel settore si protrae quasi ininterrottamente da febbraio 2008. In aprile è diminuita del 4,4% su marzo, quando si era avuto un rimbalzo (+10,1%) che aveva compensato parzialmente la caduta dei primi due mesi del 2012 (-17,0% cumulato). La distanza dal picco pre-crisi (febbraio 2008) è del 32,2% (Grafico 1.8).

Grafico 1.7

### Nel manifatturiero giudizi e attese negative (Italia, saldi delle risposte, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.8

### La produzione industriale ancora in discesa (Italia, indici di produzione, 2005=100, dati destagionalizzati)



Stime CSC per maggio e giugno 2012

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

### Crescita frenata dell'export

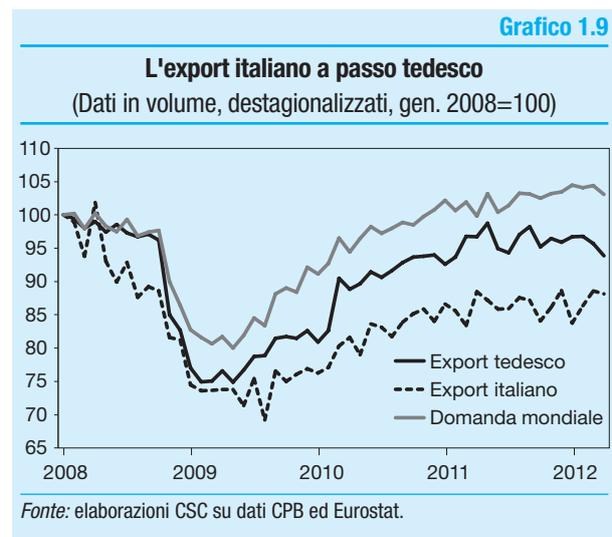
Nello scenario CSC le esportazioni di beni e servizi cresceranno dell'1,2% nel 2012 e del 2,8% nel 2013. Le importazioni crolleranno del 5,6% nel 2012, per poi tornare a salire del 2,2% nel 2013.

Il contributo dell'export netto al PIL, già tornato positivo nel 2011 (+1,4%), si consolida salendo al 2,0% nel 2012, mentre nel 2013 quasi si annullerà (+0,2%).

La diminuzione della fiducia dovuta alla crisi dei debiti sovrani e alla complessità della sua possibile soluzione, le politiche di bilancio più restrittive e il rallentamento dei mercati emergenti hanno già cominciato a ripercuotersi sulla dinamica delle esportazioni di merci mondiali e quindi su quelle italiane. Queste ultime, in volume, sono passate da un tasso di crescita del 6,4% nella prima metà del 2010 rispetto alla seconda del 2009 a uno via via più basso, fino ad arrivare quasi alla stagnazione nella seconda parte del 2011 (+0,5% rispetto alla prima). Secondo i dati disponibili per i primi quattro mesi del 2012, le esportazioni italiane hanno rallentato ulteriormente la crescita (+0,2% nel periodo gennaio-aprile 2012 rispetto ai precedenti quattro mesi; tutti i dati sono destagionalizzati).

Questo progressivo rallentamento è comune anche alle altre principali economie dell'area euro, *in primis* alla Germania le cui vendite all'estero hanno frenato dal +8,1% semestrale, registrato nella prima metà del 2010 rispetto alla seconda del 2009, ad appena il +0,7% della seconda parte del 2011 rispetto alla prima. Va sottolineato che le esportazioni italiane, a partire dal punto di minimo nell'agosto 2009 ad aprile 2012 sono cresciute in volume di quasi il 28,0%, mentre quelle tedesche, dal giugno 2009 (loro punto di minimo) all'aprile 2012 di quasi il 23,0%; nessuna delle due è riuscita ancora a recuperare il rispettivo picco pre-crisi. Rispetto al quale le esportazioni tedesche sono del 5,7% inferiori, mentre quelle italiane lo sono del 13,1%. Giudicate dal punto di vista dei livelli riaggiustati, il rallentamento è quindi più grave per gli esportatori italiani (Grafico 1.9).

La ricomposizione geografica, oltre che merceologica, delle vendite all'estero dell'Italia potrebbe aiutare nella presente difficile congiuntura, poiché le imprese hanno ridotto negli ultimi anni la quota di fatturato realizzata nei paesi dell'Area euro, la zona a più bassa crescita

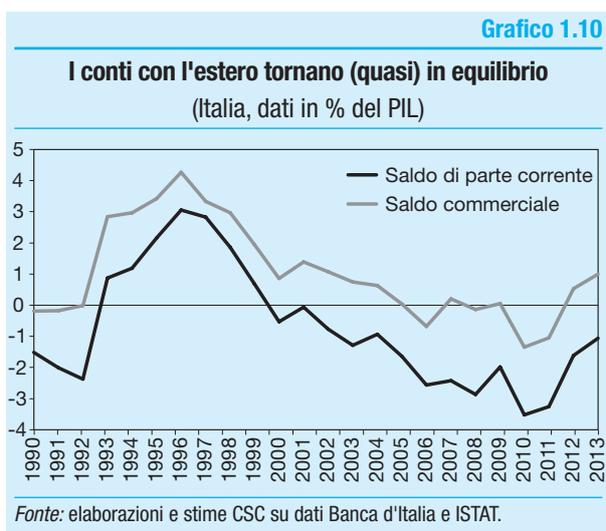


nel biennio 2012-13, e contemporaneamente hanno aumentato quella nei paesi europei non UE e in Medio Oriente, che si espanderanno nello stesso periodo molto di più<sup>2</sup>.

Le prospettive complessivamente poco incoraggianti per i prossimi mesi sono rivelate dai giudizi sugli ordini dall'estero espressi dalle imprese manifatturiere italiane, il cui saldo è peggiorato passando da -23 di settembre 2011 a -35 di maggio 2012. Tuttavia, i mercati extra-UE continuano a tirare: in maggio, secondo la stima preliminare dell'ISTAT, +5,5% su aprile le vendite italiane in valore in quei paesi. La robusta dinamica della domanda interna americana, giapponese e dei paesi OPEC, in particolare per i beni intermedi, strumentali ed energetici ha spinto il *made in Italy*.

La bilancia commerciale risente, tuttavia, oltre che dell'andamento delle quantità scambiate, anche delle variazioni dei prezzi all'export e all'import. Le ragioni di scambio hanno attenuato la tendenza a peggiorare grazie soprattutto al rientro delle quotazioni petrolifere. Il CSC prevede che la loro variazione passerà dal -3,3% del 2011 al -0,7% del 2012. Nel 2013 diventerà positiva (+1,6%).

Nel complesso, comunque, il saldo della bilancia commerciale italiana tornerà positivo (+0,5% del PIL in media nel 2012, dal -1,1% nel 2011), un attivo già visibile nelle statistiche del primo trimestre (+0,4%; Grafico 1.10). Il disavanzo delle partite correnti si ridurrà molto dal -3,3% del 2011 al -1,6% del 2012. Nel 2013 l'avanzo commerciale complessivo si amplierà (+1,0% del PIL), e la riduzione del deficit corrente proseguirà (-1,1% del PIL).



#### **Poco credito e caro per le imprese**

Molte imprese italiane faticano a ottenere prestiti bancari o li ricevono a tassi di interesse troppo alti. Negli ultimi mesi si è avuta una secca riduzione del credito erogato e un balzo degli *spread* richiesti, sulla scia dell'alto rendimento dei titoli di Stato. L'evoluzione dipende dagli sviluppi nella gestione della crisi dei debiti sovrani. Lo scenario del CSC assume che venga stabilizzata, evitando la disgregazione di Eurolandia, e che si cominci a intravedere nella seconda metà del 2012, una soluzione politicamente condivisa e credibile per i mercati. Tuttavia, la necessità di ridurre la leva da

<sup>2</sup> Per l'analisi della nuova composizione geografica e merceologia dell'export italiano si veda CSC, Scenari industriali n. 3, giugno 2012.

parte delle banche farà sì che l'impatto sull'economia del *credit crunch*, che si è aggravato dopo l'estate 2011, persista per buona parte della seconda metà del 2012.

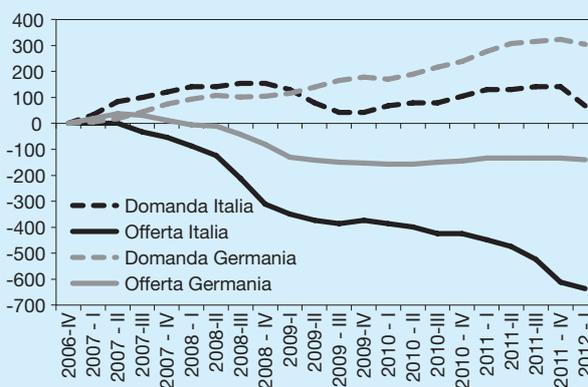
I dati sui prestiti mostrano con chiarezza il *credit crunch*. Il totale dei prestiti erogati alle aziende italiane si è ridotto per sei mesi di fila, a partire dall'ottobre 2011: -1,8% cumulato fino a marzo 2012 (-0,3% in media al mese; dati destagionalizzati), quando la variazione annua era diventata negativa (-0,7%, dal +6,1% nel maggio 2011). In aprile si è registrato un buon recupero (+0,8%) e il tendenziale è tornato positivo (+0,6%), ma lo stock rimane sotto i livelli di settembre (-1,0%) e i ritmi di incremento restano comunque lontanissimi da quelli pre-crisi (+12,7% nel 2007). Sarebbe, perciò, prematuro considerare i dati di aprile come un punto di svolta; tanto più che in maggio e giugno si è avuto un nuovo deterioramento dei mercati, a causa della crisi bancaria spagnola e dell'elevata incertezza sul cammino della Grecia nell'Unione monetaria.

L'indagine Banca d'Italia fornisce utili indicazioni qualitative sull'andamento di offerta e domanda nel mercato del credito. Secondo tali dati, i criteri per la concessione dei prestiti sono stati ulteriormente irrigiditi nel primo trimestre 2012, sebbene con un'intensità minore di quella osservata nel corso del 2011. L'informazione è confermata dall'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, secondo cui l'accesso al credito è peggiorato nel primo trimestre 2012 per il 33,9% delle imprese (49,7% nel quarto 2011). La stretta addizionale di inizio 2012, che ha riguardato per lo più le grandi imprese, si è sommata a quelle attuate dalle banche dall'avvio della crisi finanziaria e mai riassorbite ed è consistita soprattutto di un ulteriore aumento dei margini di interesse e accorciamento delle scadenze. Le banche hanno segnalato anche la riduzione degli importi erogati rispetto alla domanda e maggiori richieste di garanzie.

Le difficoltà degli istituti di credito nel reperire liquidità, nel raccogliere fondi sui mercati e nel mantenere alti i *ratio* di capitale si sono attenuate a inizio anno rispetto ai picchi di fine 2011. Ma restano forti e hanno motivato la nuova stretta (si veda il riquadro *Banche: fragili nei PIIGS, con leva troppo alta nei paesi core*). L'erogazione di credito è bloccata dalle necessità di *deleveraging* delle banche, che sono indotte a tagliare gli asset per rispettare i maggiori requisiti di capitale. Contribuiscono a maggiore selettività pure le attese negative sull'andamento dell'economia e

Grafico 1.11

**Credit crunch: Germania avvantaggiata, Italia penalizzata**  
(Credito alle imprese, indici 2006-IV=0, calcolati sulle % nette cumulate di risposte delle banche\*)



\* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*, offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito. Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Bundesbank.

quindi i timori di aumento delle sofferenze. La causa di fondo comune è, comunque, la persistente crisi dei debiti sovrani, che ha prosciugato il mercato interbancario per i paesi periferici di Eurolandia e tiene alti i rendimenti dei titoli pubblici (BTP decennale al 5,8% a giugno 2012, picco al 7,3% nel novembre 2011). Le condizioni creditizie diventano sempre più strette in Italia rispetto a quelle nei paesi *core* di Eurolandia e questo divario aggrava il differenziale di competitività che penalizza le imprese italiane (Grafico 1.11).

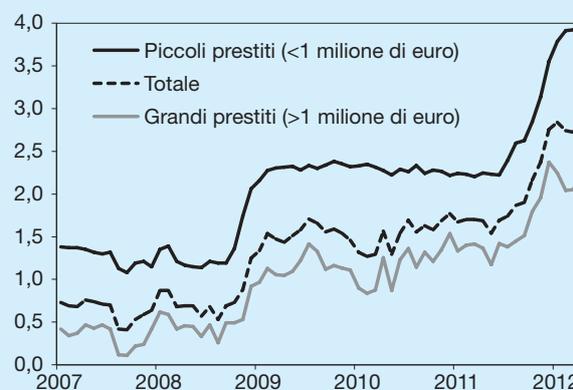
La stretta dell'offerta di credito in Italia impatta su una domanda delle imprese che resta sostenuta. Era aumentata nel corso del 2011, quando la recessione era già iniziata, per la necessità di finanziare scorte e capitale circolante, accresciuto dal maggior costo delle materie prime e dall'allungamento dei tempi di pagamento da parte della P.A. e delle altre imprese private, e di ristrutturare il debito. La domanda di credito ha iniziato a diminuire solo nel primo trimestre 2012, quando sono crollate le richieste di fondi per investimenti fissi. La successione degli eventi mostra chiaramente che il credito erogato ha iniziato a contrarsi prima che la domanda calasse. Questo dimostra che la riduzione dei prestiti ha avuto origine dal lato dell'offerta.

Le difficoltà delle imprese a secco di credito risultano evidenti anche dalle ridotte disponibilità di liquidità: secondo l'indagine Istat, nel manifatturiero questa è scesa a livelli molto ridotti rispetto alle esigenze operative (saldo a +6 a maggio, da +20 a inizio 2011). Inoltre, le imprese prevedono che la liquidità calerà ulteriormente: le attese a tre mesi sono scese a -18 a maggio, da -2 a metà del 2011. Secondo l'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, il 27,8% delle imprese si aspetta di avere liquidità insufficiente nel secondo trimestre 2012 (31,1% nel primo trimestre).

Una delle caratteristiche più evidenti della stretta dell'offerta di credito, fin dall'inizio della crisi, è data dal continuo aumento dello *spread* pagato dalle imprese. I dati mostrano che questo è salito al picco storico in aprile: +2,9 punti percentuali, in media, sull'Euribor a tre mesi (+0,6 punti nel 2007; Grafico 1.12). A pagare di più sono le piccole e medie imprese: +4,0 punti (+1,3 nel 2007), ma è aumentato molto anche lo *spread* sostenuto dalle grandi aziende: +2,4 punti (+0,3 nel 2007). Margini così ampi, e in aumento, hanno impedito alle imprese di beneficiare pienamente del calo del

Grafico 1.12

**Credito: *spread* al top per le PMI**  
(Italia, tassi sui nuovi prestiti alle imprese meno Euribor a 3 mesi; valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters.

tasso di riferimento (l'Euribor è sceso a 0,7% in aprile, dall'1,4% nel dicembre 2011). Il tasso pagato sulle nuove operazioni di prestito è calato al 3,7% medio in aprile, dal 4,2% toccato a dicembre (2,0% nel maggio 2010). Dato il divario negli *spread*, il tasso di interesse è più alto per le PMI (4,7%) che per le grandi imprese (3,1%).

Si tratta di valori medi rilevati sull'intero territorio nazionale, che nascondono punte ben più elevate nelle singole aree. Interessi così alti possono superare il rendimento atteso di molti investimenti progettati dalle imprese, conducendo a una brusca riduzione della domanda di credito. Nonostante il vastissimo intervento BCE in aiuto delle banche, resta il rischio che l'aumento degli *spread* prosegua, sulla scia di un maggior costo della raccolta bancaria. L'effetto soglia può quindi scattare in maniera diffusa, conducendo a un grave blocco nell'erogazione del credito.

**Brusca frenata dei prestiti alle famiglie** Frenano i prestiti alle famiglie italiane. I dati mostrano il progressivo rallentamento in atto dalla seconda metà del 2011, trasformatosi poi in vero e proprio calo: +0,3% in media al mese tra luglio e ottobre, +0,1% tra novembre e gennaio, -0,2% a febbraio e marzo (rispetto al +0,6% nei primi cinque mesi del 2011; dati stagionalizzati). In aprile si è registrato un +0,2%, che non può ancora essere considerato un'inversione di tendenza. La dinamica annua ha continuato a diminuire: +2,0% in aprile (+10,1% nel luglio 2010; +12,7% nel 2006).

Secondo l'indagine qualitativa condotta dalla Banca d'Italia, nel primo trimestre 2012 i criteri di offerta sono stati irrigiditi ancora per i mutui, sebbene con un'intensità minore che a fine 2011. Sono stati invece lasciati invariati per il credito al consumo. Come per le imprese, sui mutui le banche alzano i margini di interesse, chiedono alle famiglie più garanzie e accorciano le scadenze. La stretta addizionale è motivata dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio delle banche, oltre che dal peggioramento delle prospettive dell'economia e in particolare del mercato immobiliare. Tutti fattori meno accentuati a inizio 2012 che sul finire del 2011.

Continua a diminuire fortemente la domanda, specie di mutui, ma anche di credito al consumo. Entrambe sono in calo fin dalla metà del 2011. Le minori richieste riflettono in buona misura tassi diventati più elevati. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui è salito fino a un picco del 4,6% a febbraio (da un minimo del 2,7% a metà del 2010), per poi calare marginalmente al 4,4% in aprile; per il credito al consumo è balzato al 10,0% in aprile (da un minimo di 8,2% nel settembre 2010). Sulla richiesta di finanziamenti pesa anche la minore fiducia delle famiglie, che conduce a tagliare le decisioni di acquisto di immobili e beni durevoli.

I finanziamenti alle famiglie sono esposti a rischi simili a quelli che gravano sui prestiti alle imprese: data la persistenza del rendimento del BTP su alti livelli, ulteriori aumenti dei

tassi per mutui e credito al consumo freneranno ancor più la domanda; crescerà la quota di famiglie senza credito. La frenata delle erogazioni, non tanto via aumento dei tassi quanto per la prudenza delle banche e la loro necessità di ridurre la leva, proseguirà nella seconda metà del 2012. Alla spesa delle famiglie continuerà a mancare quindi il fondamentale sostegno del credito, importante specie in una fase di sofferenza dei redditi reali. Solo dal prossimo anno si potrà assistere alla ripartenza dei prestiti, a patto che si realizzi una riduzione dei tassi.

### Banche: fragili nei PIIGS, con leva troppo alta nei paesi *core*

Le banche dei paesi PIIGS sono state messe in difficoltà dalla perdita di valore dei titoli pubblici in portafoglio, dalla riduzione della raccolta mediante i depositi dei risparmiatori, dal collasso del mercato interbancario dell'Eurozona da cui non ottengono più fondi, dal difficile e costoso accesso al mercato finanziario per il rinnovo dello stock di obbligazioni, dalle perdite sui prestiti provocate dalla recessione e dagli obblighi regolamentari imposti dalle nuove normative internazionali di aumentare i *ratio* patrimoniali. Così si trovano a corto di capitale e faticano a rifinanziarsi, nonostante gli interventi straordinari della BCE. Molte di esse rischiano di fallire. Le ha tenute in vita il salvagente di doppio rifinanziamento a tre anni lanciato, appunto, dalla BCE. Che ha evitato che il violento *credit crunch* diventasse rotta del credito, ma in alcuni casi non basta più. Per ricapitalizzare le banche spagnole, il Governo di Madrid è stato costretto ad annunciare la richiesta di aiuto europeo, per un valore intorno a 100 miliardi di euro. Lo *stress test* realizzato da Oliver Wyman e Roland Berger ha quantificato il fabbisogno di capitale dei primi 14 istituti iberici tra i 52 e i 62 miliardi.

All'opposto, le banche dei paesi *core* di Eurolandia sono inondate da capitali in cerca di porti sicuri, che ne accrescono i depositi e ne facilitano la raccolta sui mercati globali con costi al minimo storico. Al contempo, depositano la liquidità in eccesso presso la BCE, hanno *ratio* di capitale superiori a quanto richiesto da Basilea 3 ed EBA. Ed erogano credito in abbondanza e a tassi bassissimi al settore privato dei loro paesi. Ma a ben guardare, adottano da sempre modelli di *business* più rischiosi, come mostra la loro leva, il rapporto tra attivo e capitale, molto più elevata di quella degli istituti dei paesi periferici.

Perciò nell'insieme il sistema bancario di Eurolandia mostra crepe vistose che rischiano di ampliarsi sempre più man mano che la crisi della moneta unica si acuisce.

Le principali banche dei PIIGS non sono in regola con le richieste sul capitale (in rapporto all'attivo ponderato per il rischio) formulate dall'EBA alla fine del 2011: 9,0% entro giugno 2012 in termini di *Core Tier 1* (la parte di migliore qualità). Richieste temporanee, molto più severe dei minimi di Basilea 3 e limitate alle grandi banche. Già guardando i

dati iscritti in bilancio, in media le banche spagnole e portoghesi sono tra quelle con il *ratio* più basso (7,8%), oltre un punto sotto il minimo. Le italiane sono all'8,4%, le francesi all'8,8% (Tabella A).

L'EBA, inoltre, ha valutato i titoli di stato nel portafoglio delle banche di Eurolandia ai prezzi di mercato, indipendentemente dal fatto che siano detenuti per essere portati a scadenza oppure no, considerando quindi probabile l'ipotesi di ristrutturazione dei debiti pubblici. Rispetto ai valori iscritti in bilancio, normalmente pari ai prezzi di acquisto, ciò determina per molti istituti forti svalutazioni. Elevatissime nei PIIGS e notevoli anche in Germania, Belgio e Francia,

dove i titoli di paesi periferici sono più concentrati in pochi istituti di grandi dimensioni (cosa che accresce il rischio di eventi sistemici)<sup>1</sup>. Tanto che, secondo i calcoli dell'EBA, nella metà dei casi il capitale delle banche è insufficiente. L'esercizio sul capitale condotto dall'EBA nel dicembre 2011 ha riguardato 65 grandi banche di Eurolandia (5 italiane), a 31 delle quali è stato chiesto di adeguare il capitale (per complessivi 114,7 miliardi di euro). Gli istituti spagnoli erano quelli messi peggio: 26,2 miliardi la necessità di ricapitalizzazione (senza considerare gli istituti medi e piccoli), contro i 15,4 per gli italiani, i 13,1 per i tedeschi e i 7,3 per i francesi. Gli istituti non in regola hanno dovuto presentare piani operativi di rafforzamento già a gennaio 2012. In alcuni paesi, come l'Italia, a inizio anno si sono in effetti realizzate importanti operazioni per accrescere il capitale<sup>2</sup>. I tempi stretti hanno comunque messo in difficoltà varie banche, in particolare proprio quelle iberiche.

Il sistema bancario di ogni paese è fatto anche, e in certi casi soprattutto, di istituti medi e piccoli. In Italia il *Core Tier 1* del totale delle banche a fine 2011 risulta di 0,4 punti più

Tabella A

**Banche PIIGS: *ratio* bassi, alta esposizione ai titoli sovrani**  
(Dati a settembre 2011)

	<i>Core Tier 1 ratio</i> (Valori %)	Svalutazione titoli sovrani (Miliardi di euro)	Carenza di capitale*
Irlanda	18,9	0,8	0,0
Finlandia	11,1	0,0	0,0
Germania	10,6	7,6	13,1
Paesi Bassi	10,3	0,2	0,2
Belgio	8,9	4,8	6,3
Francia	8,8	3,5	7,3
Italia	8,4	9,7	15,4
Spagna	7,8	6,6	26,2
Portogallo	7,8	3,7	6,9
Austria	7,0	0,1	3,9

Principali banche per ogni paese.

\* Dopo aver contabilizzato la svalutazione dei titoli sovrani.

Fonte: elaborazioni CSC su dati EBA.

<sup>1</sup> A giugno 2012 l'agenzia *Moody's* ha tagliato il *rating* di 15 banche globali, tra cui due francesi e una tedesca, oltre ai cinque principali istituti USA e alle tre maggiori banche svizzere. Secondo gli analisti di *Moody's* le banche risentono di una minore redditività e di accresciuti rischi.

<sup>2</sup> La Banca d'Italia è in procinto di dare il via libera all'emissione di *Tremonti-bond* per colmare il fabbisogno di capitale del terzo istituto del paese.

alto di quello dei primi 5 gruppi. Ciò indica che le banche medio-piccole sono più capitalizzate, un dato importante per la tenuta del sistema.

In Spagna, invece, le diffuse casse di risparmio sono più in difficoltà. Tra di esse non ci sono solo piccole realtà locali: La Caixa è la terza banca spagnola, Bankia (ex Caja Madrid) è la quarta. Proprio quest'ultima è giunta sull'orlo del fallimento: per salvarla il Governo vi ha iniettato 19 miliardi. Il piano di aiuti europeo che sta prendendo corpo prevederà profonde riforme nel sistema bancario iberico, alla cui realizzazione sarà condizionato l'effettivo esborso dei fondi.

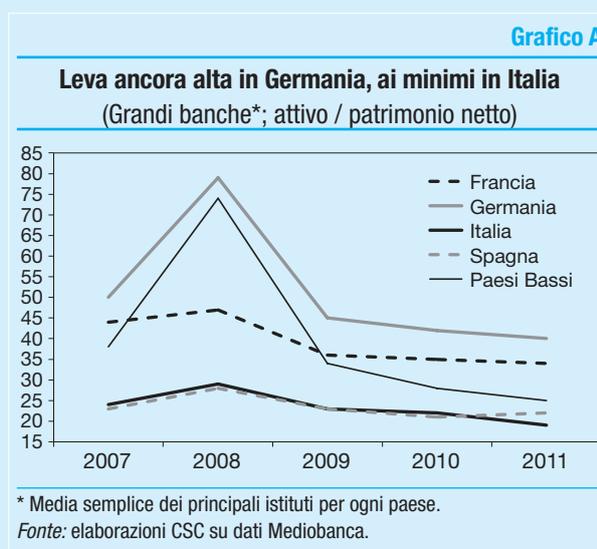
Sebbene presentino *ratio* di capitale più alti, gli istituti dei paesi *core* adottano strutturalmente modelli di *business* più rischiosi. Tra i maggiori istituti di Eurolandia, infatti, quelli che operano ancora con una leva molto alta sono i tedeschi e i francesi, nonostante il trend di riduzione partito fin dal 2009. Nel 2008 in Germania le principali banche operavano con una leva media di 79, scesa a 40 nel 2011. In Francia è stata ridotta da 47 a 34. Ma si tratta di valori ancora decisamente troppo elevati, che aumentano enormemente la rischiosità della loro gestione, perché implicano che basta una piccola diminuzione del valore dei loro asset per azzerare il loro capitale e renderle insolventi. Lehman Brothers prima di saltare aveva una leva di 24.

I principali istituti italiani e spagnoli presentano il minore rapporto attivo/capitale (Grafico A). In Italia è sceso da 29 nel 2008 a 19 nel 2011; in Spagna è aumentato di poco nel 2011, ma al 22 è più basso che altrove.

In un'ottica di lungo periodo, dunque, sono i grandi istituti tedeschi e francesi ad avere un più elevato rischio di insolvenza.

Come anticipato, le banche dei paesi PIIGS devono, però, fronteggiare nell'immediato altri quattro enormi difficoltà, oltre alla svalutazione dei titoli pubblici in portafoglio e ai bassi *ratio* di capitale. Difficoltà che si rafforzano a vicenda e rischiano di bloccare l'operatività di molte di esse, quindi la fornitura di credito all'economia.

Anzitutto, la riduzione della raccolta al dettaglio, tramite depositi in conto corrente. Nell'aprile 2012 questi ultimi presso istituti greci erano inferiori del 28,3% rispetto al valore del 2010, un prosciugamento pari a 27 miliardi, mentre le banche tedesche hanno regi-



strato nello stesso periodo un +10,7% (+115 miliardi). Proprio la dinamica dei depositi sta spaccando l'Eurozona in due gruppi di paesi: i PIIGS, da un lato, ne patiscono la contrazione; i *core*, dall'altro, beneficiano del loro anomalo incremento. In alcuni paesi del secondo gruppo (Germania, Austria) il livello dei depositi macina record ed è giunto al picco storico nell'aprile 2012; viceversa, vari paesi del primo gruppo registrano perdite a due cifre rispetto al massimo di qualche trimestre fa (Tabella B). Tutto ciò ha conseguenze importanti sul settore bancario di Eurolandia. Indebolisce le banche greche, spagnole e degli altri PIIGS, privandole di fondi utilizzati in precedenza per fornire prestiti e acquistare attività. Rafforza invece gli istituti tedeschi e degli altri paesi *core*, che si trovano a disporre di maggiore liquidità con cui operare.

Tali andamenti, salvo che nel caso greco, appaiono di medio termine, essendo partiti già nel corso del 2010, e quindi non raffigurano una vera e propria corsa agli sportelli. Dipendono almeno da un paio di ragioni. Prima ragione, c'è una minore capacità delle famiglie di generare risparmio a causa del peggioramento delle condizioni economiche; anzi, spesso vi si attinge per difendere gli standard di vita. È anche probabile che chi nei PIIGS detenga le quote più elevate di ricchezza stia razionalmente rivedendo l'allocazione del patrimonio tra le diverse tipologie di attività nazionali ed estere e quindi decumuli i conti correnti locali, giudicati non più privi di rischio, investendo in attività considerate sicure, anche a costo di avere remunerazione nulla.

Seconda ragione, come detto, l'insufficienza del reddito rispetto ai consumi non comprimibili (o che si cerca disperatamente di non comprimere) per varie tipologie di famiglie nei PIIGS, a causa della perdita di posti di lavoro e della diminuzione delle retribuzioni reali, erode i risparmi accumulati in passato, che per le famiglie meno abbienti sono detenuti sotto forma di depositi bancari; viceversa, molte famiglie nelle economie *core* continuano ad accumulare nuovo risparmio.

Tabella B

**Si allarga la forbice della raccolta**  
(Depositi in c/c di residenti nell'area dell'euro, consistenze di fine periodo, dati destagionalizzati)

	Apr-2012 vs. 2010	
	Mld di euro	Var.%
Grecia	-27	-28,3
Portogallo	-6	-11,4
Irlanda	-9	-10,4
Italia	-56	-7,4
Spagna	-7	-1,5
Belgio	0	-0,1
Paesi Bassi	16	6,3
Francia	43	8,7
Finlandia	6	9,2
Austria	11	9,8
Germania	115	10,7
Lussemburgo	15	14,3

Dati ordinati per var.% rispetto al 2010.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, BCE.

Tra i maggiori istituti, gli spagnoli hanno una più elevata quota di raccolta costituita da depositi della clientela privata: 62,3%, contro il 55,1% degli italiani, il 55,9% dei tedeschi e il 49,7% dei francesi. In tempi normali, maggiore è tale quota, più elevata è la solidità del finanziamento, come hanno dimostrato i fallimenti per illiquidità di quelle banche che basavano le proprie attività sui prestiti ottenuti sul mercato interbancario. Ma oggi, all'opposto, espone di più alla perdita di fiducia delle famiglie o alla loro minor capacità di generare risparmio.

La seconda difficoltà è formata dalla crisi di fiducia dei mercati globali, che comporta l'inacidimento e l'innalzamento del costo della raccolta effettuata attraverso l'emissione di titoli. I principali istituti italiani sono particolarmente vulnerabili a questa difficoltà, costola della crisi dei debiti sovrani: hanno, infatti, una quota del 30,7% delle obbligazioni emesse sulla raccolta complessiva, contro il 22,9% degli spagnoli, il 22,0% dei tedeschi e il 26,4% dei francesi.

La difficoltà è, in genere, più sul lato dei costi che su quello dei volumi dei collocamenti obbligazionari. Per gli istituti italiani le emissioni nette di obbligazioni, dopo aver già assunto valori negativi nel 2010 (-1,1 miliardi di euro in media), si sono di nuovo prosciugate nell'estate 2011, mostrando però una buona ripresa in seguito (+8,9 miliardi medi nel 2011, +15,6 nei primi 3 mesi del 2012). Le emissioni nette degli istituti spagnoli hanno seguito un profilo simile a quello italiano (+18,2 nel primo trimestre 2012, +6,8 nel 2011). Molto peggiore la situazione in Portogallo (-0,4 nel 2012 dopo il +1,2 del 2011) e, soprattutto, in Irlanda (-4,4 dopo un +0,3). Valori negativi non sempre sono sintomi di problematicità: le banche tedesche registrano emissioni nette negative fin dal 2009, segno che hanno fabbisogni decrescenti di raccolta tramite questo canale.

Il costo della raccolta obbligazionaria è salito per le banche di tutti i PIIGS nel corso della crisi e resta elevato. Ciò erode la loro redditività, che è cruciale per generare utili da reinvestire in maggiore capitalizzazione e quindi per soddisfare i *ratio* senza dover ricorrere a un mercato attualmente molto penalizzante e, soprattutto, senza dover ridurre l'attivo. Tra i maggiori istituti, la redditività (misurata dal ROE, *return on equity*) è molto più bassa in Italia: 4,5% a giugno 2011, contro 9,5% in Francia, 11,3% in Spagna, 12,0% in Germania. Si tratta di un dato strutturale, forse accentuato dalla crisi. Questo rende più ardua la strada verso il soddisfacimento delle richieste di Basilea ed EBA. Sembra necessaria, in vari casi, una maggiore efficienza, con riduzione dei costi operativi, come denunciato dalla stessa Banca d'Italia.

La terza difficoltà del settore bancario dei PIIGS è formata dal continuo aumento dei crediti in sofferenza, cioè da quelli con ritardi significativi nel rimborso del capitale e nel pagamento degli interessi. Ciò avviene soprattutto in Spagna, dove le sofferenze sono giunte a marzo 2012 a 148 miliardi di euro, pari all'8,4% dei prestiti. Il trend di aumento è partito nel 2008 ed è proseguito, sebbene a un ritmo più lento, negli anni successivi, incluso il 2012

(Grafico B). La maggior parte di queste sofferenze è su crediti che difficilmente verranno rimborsati alle banche spagnole perché concessi al settore immobiliare, che aveva vissuto una crescita esuberante nel periodo 2003-2007. Con lo scoppio della bolla immobiliare, come accaduto negli USA con i mutui *subprime*, e in seguito all'enorme aumento della disoccupazione molte famiglie iberiche hanno cessato di rimborsare i capitali avuti in prestito e le banche si ritrovano con voci di attivo iscritte in bilancio che valgono

sempre meno e che si trasformeranno presto in perdite, intaccando ulteriormente i *ratio* di capitale. Queste perdite attese sono l'elemento che più pesa nella crisi bancaria spagnola e che ha costretto il Governo di Madrid a chiedere l'aiuto europeo.

Il fenomeno non è, però, confinato all'economia spagnola. In Italia, ad esempio, i crediti bancari in sofferenza sono arrivati a marzo 2012 a 107 miliardi di euro (40 miliardi meno che in Spagna), pari al 6,3% dei prestiti (oltre due punti in meno).

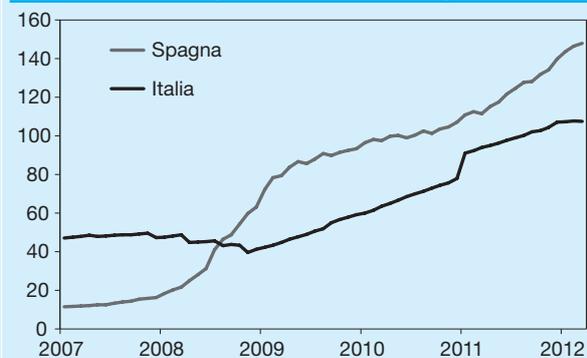
La quarta fondamentale difficoltà per le banche dei PIIGS è costituita dal prosciugamento della raccolta interbancaria. Il blocco del mercato interbancario europeo fa sì che tale fonte oggi conti molto più in Francia (24,0% del totale a fine 2011) e Germania (22,1%), che in Italia (14,2%) e Spagna (14,8%). Ciò riflette la sfiducia delle banche dei paesi *core* verso quelle dei PIIGS. Le prime sono quelle in cui transita più liquidità e si prestano fondi a breve solo tra loro, non più alle banche dei paesi periferici. Anche gli istituti di altri paesi esterni a Eurolandia hanno progressivamente ritirato fondi dalle banche PIIGS, alle quali in precedenza prestavano in misura significativa.

Prima della crisi iniziata nel 2007 le banche dei PIIGS traevano una buona parte della loro raccolta dal mercato interbancario, ricevendo prestiti da istituti dei paesi *core*. Per esemplificare, pensiamo alle relazioni bilaterali Grecia-Germania. Il deficit commerciale della Grecia e l'avanzo della Germania determinano un flusso netto di pagamenti da imprese greche ad imprese tedesche. Da ciò deriva un flusso di depositi delle imprese esportatrici tedesche presso le banche nazionali. Viceversa, in Grecia le banche devono finanziare gli importatori locali. Fino a che le banche tedesche prestavano a quelle greche il circuito si chiudeva via mercato interbancario.

Grafico B

### Crediti in sofferenza: più alti in Spagna

(Miliardi di euro, stock di fine periodo, controparte: totale altri settori)



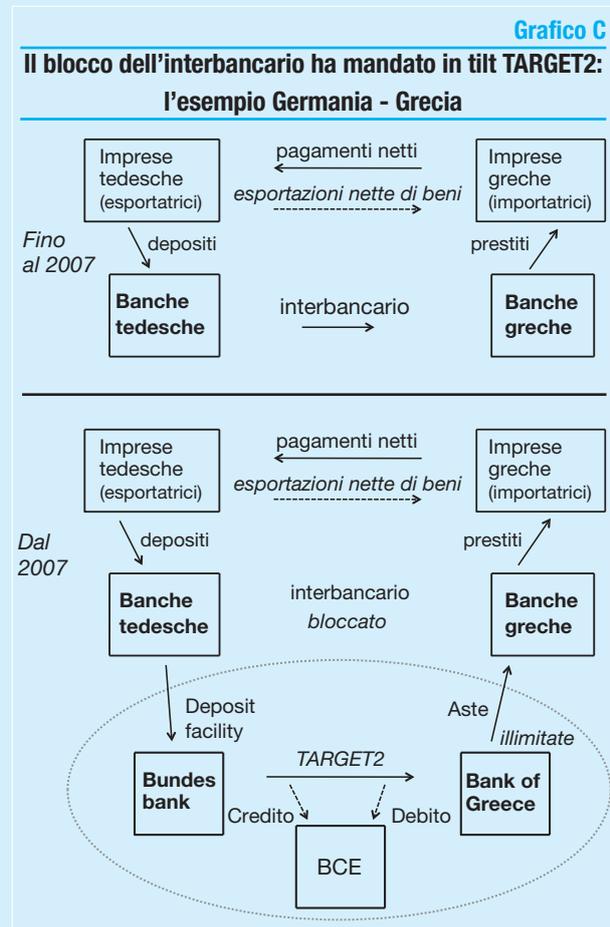
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Banco de España.

A partire dalla crisi dei mutui *subprime* e sempre più dopo il crack-Lehman, le banche tedesche non sono più state disponibili a prestare agli istituti greci. Il mercato interbancario si è frammentato. Le prime hanno iniziato a depositare liquidità presso la BCE via Bundesbank; i secondi hanno dovuto sempre più finanziarsi presso la BCE attraverso la Bank of Greece. Ciò ha aumentato l'attivo della Bundesbank in TARGET2<sup>3</sup> e il passivo della Bank of Greece sempre in TARGET2. Questo provoca una forte esposizione della Bundesbank (ma anche di altre Banche Centrali), al rischio di default e, peggio, a quello di uscita dall'euro della Grecia e quindi della Bank of Greece.

Questo meccanismo si ripete per ogni paese *core* e per ogni paese PIIGS, con i primi che accumulano surplus in TARGET2 e i secondi deficit.

Gli interventi della BCE fin dal 2009, con le aste a importo illimitato e tasso fisso che hanno raggiunto il culmine con le due operazioni di durata triennale di fine 2011 e inizio 2012, hanno sopperito al collasso del mercato interbancario nell'Eurozona e alla frammentazione del sistema bancario europeo in tanti sistemi nazionali.

Le banche in Germania, specularmente a quelle nei PIIGS, si sono trovate con un'abbondante liquidità proveniente dai depositi di imprese e famiglie, non solo tedesche, che, non volendo più impiegare nel naturale sbocco dell'interbancario, dovevano riversare altrove. In parte, è confluita nell'aumento dei prestiti al settore privato: +5,5% annuo nel marzo 2012 il credito alle imprese tedesche. Il resto è parcheggiato nella *Deposit Facility* della BCE, che è arrivata al record di 785 miliardi a giugno 2012, che paga comunque un tasso di interesse, per quanto ridotto (0,25%).



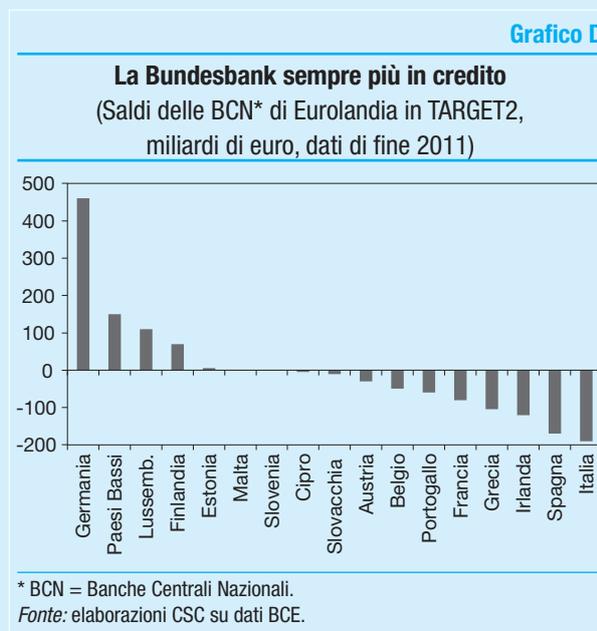
<sup>3</sup> TARGET2 è il sistema di pagamenti gestito dall'Eurosistema, nel quale vengono regolate le operazioni di politica monetaria e quelle di mercato monetario. Viene utilizzato per tutti i pagamenti che riguardano l'Eurosistema e per regolare tutte le operazioni in euro. Le relazioni tra gli operatori privati, soprattutto banche, e la BCE non sono dirette, ma vengono mediate dalle rispettive Banche Centrali Nazionali.

Tutto ciò può essere visivamente schematizzato, semplificando i flussi finanziari in Eurolandia attraverso l'uso di un solo paese *core* (Germania) e di un solo PIIGS (Grecia; Grafico C).

Questo schema illustra inoltre bene come la BCE non operi come un monolite, ma facendo leva sulle Banche Centrali Nazionali (BCN). Per statuto BCE, ogni banca di Eurolandia può interfacciarsi solo con la BCN del paese in cui ha la sede legale. Perciò, è la Bank of Greece che presta alle banche greche. Ed è la Bundesbank che riceve i depositi degli istituti tedeschi. Il circolo si chiude con la Bundesbank che si trova in credito, mentre la Bank of Greece a debito, nell'ambito di TARGET2, il sistema dei pagamenti di Eurolandia. Alla fine di ogni giornata, debiti e crediti bilaterali delle BCN

vengono sommati o compensati e riferiti alla controparte unica costituita dalla BCE. I crediti e i debiti accumulati dalle diciassette BCN di Eurolandia dall'inizio della crisi (Grafico D) riflettono in gran parte gli squilibri di bilancia corrente dei rispettivi paesi e dei movimenti di capitale da un paese all'altro, in presenza di un mercato interbancario frammentato. I crescenti attivi e passivi in TARGET2 possono quindi essere letti come rivelatori insieme degli squilibri nei conti con l'estero e della frammentazione dell'interbancario di Eurolandia, senza la quale non si sarebbero determinati.

La Bundesbank sta accumulando crediti ingenti verso la BCE, a ritmi che stanno accelerando. A fine 2011 ammontavano a 460 miliardi di euro (pari al 17,9% del PIL tedesco). Nel corso del 2012 sono arrivati a 800 miliardi e stanno aumentando di circa 100 miliardi al mese. Questa accumulazione avviene automaticamente a seguito degli squilibri di bilancia corrente e soprattutto dello spostamento di capitali privati dai paesi periferici alle banche tedesche. E determina una sempre più grande esposizione della Bundesbank, quindi dello stato tedesco. In questo modo la Germania stà già, pur non volendolo, finanziando i conti degli altri membri dell'Eurozona. In aggiunta, i deflussi monetari dalla periferia alla Germania vengono coperti dai prestiti BCE ai sistemi bancari che patiscono l'emorragia. Se su tali prestiti la BCE dovesse incorrere in perdite, queste sarebbero suddivise tra paesi pro-quota, in base alla percentuale di ciascuna BCN nel capitale BCE. Ad



esempio, la Bank of Greece ha accumulato notevoli debiti, pari a 105 miliardi a fine 2011 (48,8% del PIL greco). Ciò suggerisce che, in caso di uscita della Bank of Greece dal meccanismo monetario unico, la Bundesbank dovrebbe iscrivere a bilancio una perdita pari al debito della Bank of Greece moltiplicato per la propria quota nel capitale BCE (18,9%), cioè circa 20 miliardi. La perdita verrebbe computata nello stesso modo per tutte le altre 15 BCN (14,2% la quota della Banca di Francia, 12,5% quella della Banca d'Italia).

La presa di coscienza di questo fenomeno, che è stato oggetto di un acceso dibattito<sup>4</sup>, è relativamente recente da parte delle autorità tedesche e ha accelerato in Germania la ricerca di una soluzione della crisi dell'eurodebito che non sia incentrata sulla sola politica di rientro dei deficit pubblici eccessivi e che abbia un perno fondamentale nella creazione di un sistema bancario unico in Eurolandia.

<sup>4</sup> Alimentato da Hans-Werner Sinn con vari articoli pubblicati a partire dal giugno 2011. Sinn considera TARGET2 e gli interventi della BCE una forma di finanziamento occulto tra Stati dell'Eurozona e quindi una violazione del Trattato di Maastricht. In realtà, gli squilibri di TARGET2 potrebbero sorgere anche in presenza di bilanci pubblici in pareggio.

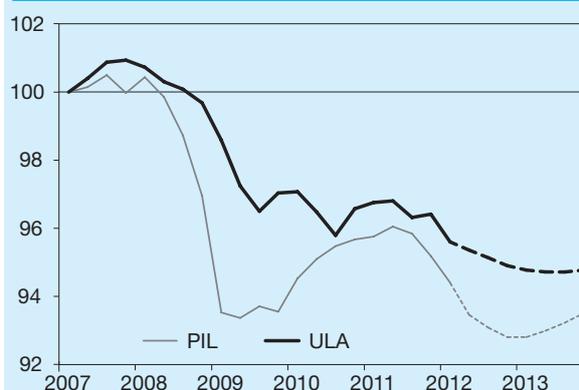
### Occupazione giù fino a metà 2013

Le condizioni del mercato del lavoro italiano sono in forte deterioramento. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), dopo il +0,1% nel 2011, calerà dell'1,4% nel 2012 (-1,0% già acquisito al primo trimestre) e dello 0,5% nel 2013. Solo sul finire dell'anno prossimo le variazioni congiunturali torneranno positive. Il 2013 si chiuderà con 1 milione e 482mila ULA occupate in meno rispetto a inizio 2008 (-5,9%).

La flessione dei livelli del PIL nella seconda parte del 2011 ha interrotto la ripresa della domanda di lavoro che era iniziata a fine 2010. Le ULA hanno cominciato a ridursi nel terzo trimestre del 2011 e nel primo del 2012 hanno toccato un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi (-1 milione e 276mila unità rispetto a inizio 2008; -5,1%). Un vuoto occupazionale che, appunto, si amplierà nei prossimi trimestri, dato che la contrazione delle ULA non si esaurirà prima di metà 2013 (Grafico 1.13).

Grafico 1.13

**Il lavoro scende meno del PIL**  
(Italia; PIL a prezzi costanti e unità di lavoro equivalenti a tempo pieno; dati destag.; 1° trim. 2007=100)



Dal secondo trimestre 2012: previsioni CSC.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

### Più difficoltà nell'industria

L'arretramento in corso dei livelli produttivi colpisce soprattutto l'occupazione nell'industria in senso stretto, che già era inferiore di 648mila ULA a inizio 2012 rispetto a inizio 2008 (-12,9%), un divario occupazionale che rappresenta oltre la metà di quello totale registrato nell'intera economia e che riflette la caduta ancora più ampia del valore aggiunto industriale (-14,0%). Il dato medio cela significative differenze, con alcuni settori industriali in particolare sofferenza: in vari comparti del metalmeccanico e del tessile, nella fabbricazione di apparecchiature elettriche e nell'industria del legno e dei prodotti in legno, la produzione è del 35-45% inferiore ai picchi pre-crisi.

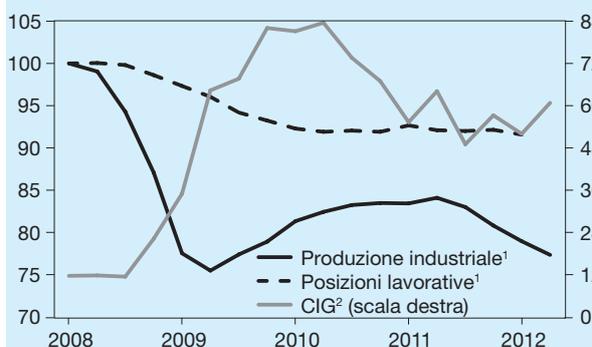
Nonostante livelli di attività tanto bassi, le imprese industriali hanno risposto alle contrazioni di produzione e ordini avvenute a cavallo tra 2011 e 2012 tutelando ancora una volta l'occupazione (*labor hoarding*: trattenimento dei lavoratori da parte delle imprese). Sta tornando su, infatti, il ricorso alla CIG (Grafico 1.14). A fronte del perdurare della recessione, tuttavia, è probabile che le aziende manifatturiere siano anche costrette a tagliare posizioni lavorative. Ciò trova conferma nei più recenti dati congiunturali e negli indicatori qualitativi anticipatori. L'indagine presso i direttori degli acquisti nel manifatturiero ha in effetti rilevato in aprile e maggio diminuzioni dei livelli occupazionali di intensità maggiore che nei mesi precedenti (componente dell'indice PMI a 44,8 e 46,9, da 48,2 medio in gennaio-marzo). Tali diminuzioni vanno di pari passo con quelle di produzione e ordini. E anche per il prossimo futuro le prospettive sono negative: in maggio il saldo delle attese delle imprese manifatturiere sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate dall'ISTAT, è rimasto ancorato per il terzo mese consecutivo a -11, un livello l'ultima volta raggiunto a metà 2010.

### Meno lavoro anche nei servizi

Scenderà l'occupazione anche nel terziario. Fino a inizio 2012 il crollo dei consumi ha coinvolto principalmente gli acquisti di beni, ma si sta ora intensificando anche il calo della domanda di servizi. Durante il primo trimestre nei servizi al netto di P.A., istruzione e sanità il valore aggiunto è calato dello 0,7% sul quarto 2011 e le ULA dell'1,2% (-142mila unità). In aprile e maggio l'indagine tra i direttori degli acquisti delle imprese terziarie ha rilevato un'accelerazione nella contrazione dell'attività delle im-

Grafico 1.14

**Industria: le imprese tutelano l'occupazione**  
(Italia, industria in senso stretto;  
indici 1° trim. 2008=100 e milioni di ore autorizzate)



<sup>1</sup> Dati stagionalizzati.

<sup>2</sup> Medie di dati mensili grezzi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e INPS.

prese (indice PMI a 42,6 medio da 44,4 nel primo trimestre), accompagnata dal peggioramento anche dell'andamento dell'occupazione (indice a 46,9 da 47,1). Le diminuzioni di personale, alla luce della contrazione dei nuovi ordini, continueranno nei prossimi mesi. Sulla base dell'indagine ISTAT presso le aziende dei servizi di mercato, le aspettative occupazionali sono negative in tutti i comparti, con attese di tagli più alte nei trasporti e magazzinaggio e nell'informazione e comunicazione.

### CIG alta fino a inizio 2013

Sono tornate a crescere le ore autorizzate di CIG, da autunno 2011 per gli interventi ordinari e da primavera 2012 anche per quelli straordinari. Tenendo conto che solo una frazione delle ore autorizzate è effettivamente utilizzata dalle imprese, il CSC stima che nel bimestre aprile-maggio 2012 le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte dalla CIG siano tornate sulle 355mila unità (un livello simile a quello della seconda metà 2010, ma inferiore al picco di 450mila unità raggiunto nel secondo trimestre di quell'anno)<sup>3</sup>. È cresciuto soprattutto il ricorso agli interventi ordinari (127mila unità coinvolte, da 75mila nell'estate scorsa) rispetto agli straordinari (111mila ULA da meno di 100mila a inizio 2012). Quelli in deroga, che fluttuano di più, si attestano su livelli molti elevati (116mila ULA coinvolte) e rappresentano ormai stabilmente un terzo delle integrazioni. I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a dicembre 2011: 157mila beneficiari, +21,6% rispetto a due anni prima. L'espansione di questo strumento potrebbe essersi interrotta nella prima metà del 2012, per la maggiore difficoltà di concludere accordi sindacali, dati l'aumento dell'età pensionabile e la riduzione della durata dell'assegno prevista dalla riforma del mercato del lavoro in via di approvazione (Grafico 1.15).

Il *labor hoarding* rimarrà alto nei prossimi mesi. Il CSC stima che il ricorso alla CIG tornerà a sgonfiarsi solo da primavera 2013 (anche se meno e più tardi nella componente straordinaria), scendendo a fine anno sulle 320mila ULA coinvolte; un utilizzo complessivo simile a quello della primavera 2009, ma caratterizzato da un'incidenza più che dimezzata degli



<sup>3</sup> Il calcolo delle ULA in CIG è effettuato assumendo che nel periodo gennaio-maggio 2012 la quota di ore autorizzate effettivamente utilizzata dalle imprese sia stata pari a quella stimata dall'INPS per il 2011 (65,7% per gli interventi ordinari e 51,6% per quelli straordinari e in deroga).

interventi ordinari (dal 70% al 30%). L'andamento dell'occupazione è strettamente legato al ricorso alla CIG, in quanto il mancato reintegro dei cassaintegrati si traduce in disoccupazione. Dato il profilo atteso per la domanda di lavoro e per l'impiego della CIG e ipotizzando un riassorbimento dei cassaintegrati pari al 60%, ovvero inferiore rispetto a quello medio osservato tra inizio 2009 e inizio 2010 (73,6%; ultimo dato disponibile di fonte ISTAT), il numero di persone occupate calerà di 166mila unità tra il secondo trimestre 2012 e la fine del 2013. Dopo il +0,3% nel 2011, il numero di occupati registrerà un +0,1% nella media del 2012, grazie al trascinarsi dall'anno precedente (+0,03%) e ai miglioramenti nel primo trimestre (+0,2% sul quarto 2011), mentre registrerà un -0,5% nel 2013. Il biennio 2012-2013 si chiuderà con 637mila persone impiegate in meno rispetto a inizio 2008.

#### All'orizzonte più disoccupazione

Ad aprile 2012 i disoccupati in Italia hanno raggiunto il 10,2% della forza lavoro, top dal giugno 2000, un decimo di punto in più rispetto al mese precedente. Il tasso di disoccupazione ha ricominciato a puntare verso l'alto dalla scorsa primavera (7,9% a marzo 2011), anche se è dall'autunno che si è registrata una vera e propria impennata (essendo ancora all'8,4% in agosto). A fronte di un lieve incremento degli occupati (+23mila unità, pari a +0,3%, su dodici mesi prima), il balzo si spiega con l'aumento della forza lavoro (+643mila unità, +2,6%), particolarmente marcato tra le donne (+3,6% contro il +1,9% degli uomini). Persone inattive sono indotte a cercare un impiego dai redditi familiari in sofferenza, a causa della diminuzione del monte salari reale (-5,7% dal primo trimestre 2008 al primo 2012, di cui -3,0% solo nell'ultimo anno) e della stretta fiscale. L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro cominciato nella primavera 2011 contrasta con quanto avvenuto negli anni immediatamente precedenti, quando le difficoltà a trovare un impiego ne avevano scoraggiato la ricerca. La forza lavoro si era infatti contratta dello 0,4% nel 2009 ed era rimasta invariata nel 2010; un comportamento che aveva smorzato l'incremento della disoccupazione. L'attuale inversione di tendenza, al contrario, alimenta le fila dei disoccupati, in uno scenario in cui gli sforzi di ricerca di lavoro sono difficilmente coronati da esiti positivi, a causa principalmente dell'economia in profonda recessione ma anche di fenomeni di *mismatch* tra domanda e offerta di lavoro. L'evidenza aneddotica su figure professionali introvabili, specie per alcune occupazioni manuali, trova conferma nei dati sulle assunzioni previste e monitorate dal Sistema Informativo Excelsior (Unioncamere-ministero del Lavoro): nel 2011 faticavano a essere soddisfatte per scarsità di candidati oltre un quarto delle richieste di pavimentatori e quasi un quinto di quelle di montatori di carpenteria e di camerieri. Difficili da reperire anche i meccanici (nel 17% dei casi) e i sarti (14%).

Il CSC stima che il tasso di partecipazione al mercato del lavoro continuerà ad aumentare nei prossimi trimestri, seppur a ritmi meno marcati rispetto a quelli osservati negli ultimi mesi. Pur mettendo in conto che la debolezza del mercato del lavoro torni a scoraggiare alcuni, permarranno infatti gli effetti strutturali dell'aumento dell'età pensionabile, che spinge i lavoratori a rimanere attivi più a lungo. Questo fenomeno è già evidente nei dati:

tra la persone con più di 55 anni di età, la forza lavoro ha registrato un +6,4% nel primo trimestre 2012 rispetto a un anno prima, contro il +1,6% delle classi di età più giovani. Dato il profilo previsto per gli occupati e per la forza lavoro (che in media d'anno registrerà un +2,3% nel 2012 e un +1,1% nel 2013), il tasso di disoccupazione raggiungerà il 10,9% a fine 2012 (10,4% in media d'anno) e il 12,4% a fine 2013 (11,8% in media d'anno). Si tratta di valori massimi da quando è in vigore la nuova rilevazione ISTAT sulle forze lavoro (4° trimestre 1992). Se si includono le ULA equivalenti in CIG, l'incidenza della forza lavoro inutilizzata sfiora il 12,5% a fine 2012 e supera il 13,5% a fine 2013.

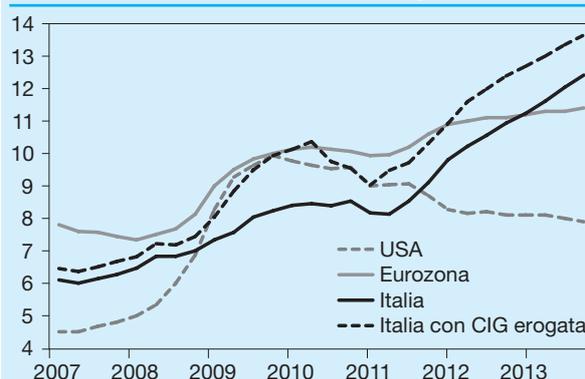
L'insistenza nella ricerca di un impiego da parte di persone normalmente inattive o sporadicamente attive costituisce una novità importante nel panorama socio-economico italiano ed è insieme causa ed effetto di un salto culturale, provocato sì dalla crisi ma destinato a sopravvivere. Una volta mutate le abitudini e gli atteggiamenti verso il mercato del lavoro, difficilmente questi torneranno alle forme precedenti.

Il perdurare delle difficoltà del mercato del lavoro non è un fenomeno solo italiano, ma coinvolge molti altri paesi europei. In aprile la disoccupazione ha raggiunto l'11,0% della forza lavoro nell'Area euro. Tra le principali economie il tasso di disoccupazione cresce in Francia (10,2%, +0,1 punti su marzo) e Spagna, dove si registra la situazione peggiore (24,3%, +0,2 punti). In netta controtendenza solo la Germania, dove è sceso al 5,4%, confermando il trend calante iniziato già da agosto 2009 (picco all'8,0% nel luglio 2009). Secondo le previsioni raccolte da *Consensus Economics*, nella media dell'Eurozona la disoccupazione rimarrà sopra l'11% per tutto il 2013, mentre negli USA resterà ancorata all'8% (Grafico 1.16).

**I rinnovi sosterranno i salari contrattuali...** La dinamica delle retribuzioni di fatto nel biennio 2012-2013, come già nei due anni precedenti, sarà alimentata dall'andamento delle retribuzioni contrattuali. Queste nel 2012, sulla base dei contratti in vigore, cresceranno del 2,5% nell'industria e dell'1,5% nei servizi privati, mentre rimarranno invariate nel comparto pubblico, a causa del blocco delle procedure negoziali relative al triennio 2010-2012. Da fine anno, agli incrementi programmati dai contratti vigenti si aggiungeranno quelli che saranno fissati nella nuova tornata contrattuale.

Grafico 1.16

**Disoccupazione: Italia supera l'Eurozona**  
(In % della forza lavoro; dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, INPS, Eurostat, US BLS e Consensus Forecast.

L'attività negoziale sarà intensa soprattutto nell'industria, dove tra fine 2012 e primavera 2013 andranno in scadenza la maggior parte dei contratti nazionali di lavoro. Nei settori dove si sono già aperte le trattative, le richieste di aumenti salariali formulate da parte sindacale per il triennio di rinnovo appaiono, a una prima valutazione, intorno ai 2-3 punti percentuali al di sopra del 6,5-7,0% cumulato previsto per l'inflazione al netto degli energetici importati, ovvero del parametro che in base al Protocollo del gennaio 2009 deve essere preso a riferimento<sup>4</sup>. Le richieste sindacali sono generate dall'obiettivo di difendere il potere d'acquisto effettivo delle famiglie, eroso negli ultimi trimestri dall'intensa stretta fiscale, dai prezzi elevati del petrolio e delle altre materie prime e dagli ulteriori rincari nella bolletta elettrica ascrivibili al finanziamento degli incentivi per le fonti rinnovabili (tassa di scopo chiamata tariffa A3). Le richieste, tuttavia, non sono facilmente sostenibili per le imprese nell'attuale situazione economica. A causa della caduta dei livelli di attività, la produttività per ULA nell'industria in senso stretto è infatti tornata a contrarsi da fine 2011 e nella media del 2012 registrerà un -3,5%.

### Il caso tedesco

In Germania nel triennio 2008-2010 sono state adottate strategie concordate di contenimento dei costi. Nel comparto metalmeccanico, per esempio, il contratto siglato per il periodo marzo 2008-maggio 2010 consentiva alle aziende tedesche in difficoltà di posticipare di qualche mese gli aumenti salariali previsti scattare nel maggio 2009. La quasi totalità delle imprese ha utilizzato la clausola e alcune (si veda il caso Opel) hanno addirittura ottenuto la cancellazione della prima tranche (febbraio 2009). Alla luce del perdurare della crisi del settore nel 2010, il contratto in scadenza fu poi prorogato di un anno senza nessun aumento dei minimi contrattuali, ma solo con l'erogazione di *una tantum*. Grazie all'inversione di tendenza del settore *automotive* tedesco nell'autunno 2010, gli incrementi contrattuali previsti dal successivo contratto (+2,7% su 12 mesi), che doveva avere decorrenza dall'aprile 2011, vennero invece riconosciuti in anticipo. E il rinnovo dello scorso maggio ha fissato aumenti del 4,3% su 13 mesi, più che sostenibili dalle imprese tedesche che hanno ormai ristabilito le condizioni di competitività (si veda il riquadro *Germania über alles ... se l'Europa non affonda*).

<sup>4</sup> La previsione ISTAT di maggio 2012 per l'inflazione IPCA al netto degli energetici importati è pari a +3,1% nel 2012, +2,3% nel 2013 e +2,1% sia nel 2014 sia nel 2015.

### ...ma quelli di fatto non terranno il passo

Assumendo uno scenario conservativo, ovvero che i rinnovi contrattuali avvengano nel settore privato senza ritardi e in ottemperanza delle regole del Protocollo del 2009 e che non ci siano invece rinnovi per tutto il 2013 nel settore pubblico (che rappresenta circa un quarto del monte retributivo totale), il CSC stima che la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'intera economia sarà pari all'1,3% nel 2012 e all'1,4% nel 2013. Quella delle retribuzioni di fatto, tuttavia, si fermerà rispettivamente all'1,2% e all'1,1%. Il divario sarà dovuto a politiche aziendali di contenimento dei costi, volte a salvaguardare l'occupazione, realizzate tramite riduzioni delle voci retributive premiali e degli orari, con l'abbattimento degli straordinari o la stipula di contratti di solidarietà.

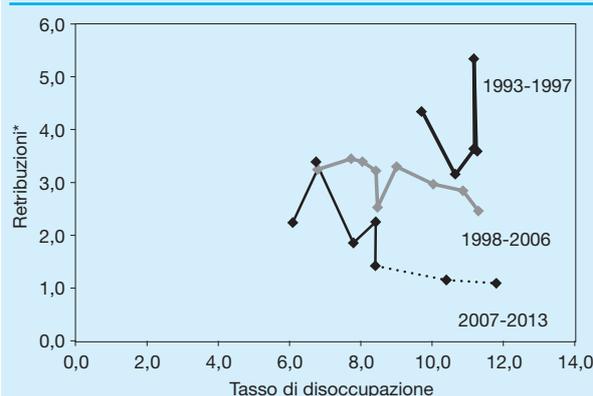
Se messe in rapporto all'andamento atteso per il tasso di disoccupazione, le previsioni del CSC sulla dinamica dei salari nel biennio 2012-2013 sono coerenti con l'esistenza di una relazione inversa tra le due variabili, una regolarità empirica (nota come *curva di Phillips* dal nome dell'economista che nel 1958 la documentò per il Regno Unito nel periodo 1861-1957) che già emerge nei dati per l'Italia nel quadriennio 2007-2011. Da notare che nel corso del tempo la curva di Phillips italiana si è spostata verso il basso, segnalando una maggiore reattività del costo del lavoro alla disponibilità di posti di lavoro (Grafico 1.17).

Un'inversione di tendenza che faciliti lo sviluppo di iniziative imprenditoriali in settori promettenti, permettendo quindi una riduzione del tasso di disoccupazione, può essere innescata da una riforma del mercato del lavoro che ne migliori in maniera significativa l'efficienza allocativa. Quella attualmente in via di approvazione parlamentare non è, a tal fine, soddisfacente. Al contrario, introduce un eccessivo irrigidimento della flessibilità in entrata, non compensato da adeguate modifiche a quella in uscita, la cui normativa rimane eccessivamente complessa e non riduce le incertezze applicative presenti nell'attuale disciplina.

L'esperienza del periodo 1997-2007 dimostra che riforme che iniettano flessibilità nel sistema possono produrre i risultati attesi. La crisi occupazionale dei primi anni 90 (oltre un milione di posti persi tra il 1992 e il 1995) e l'alta disoccupazione toccata (11,2% nel 1995)

Grafico 1.17

#### Salari più sensibili alla disoccupazione (Variazioni e livelli %)



\* Di fatto nominali per unità di lavoro standard.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

resero allora improrogabili una serie di provvedimenti che hanno aumentato la flessibilità in entrata (all'epoca il mercato del lavoro italiano era il più rigido dell'area OCSE). Tali riforme, avviate nel 1997 (legge Treu) e proseguite nei primi anni 2000 (legge Biagi), si sono rivelate uno straordinario successo in termini di riduzione della disoccupazione, che è scesa progressivamente fino al 6,1% del 2007, pur in presenza a metà del primo decennio Duemila di aumenti salariali nominali in grado di garantire incrementi in termini reali di oltre l'1% annuo e superiori ai guadagni di produttività. Il successo di quelle riforme è dimostrato anche dalla creazione di 3,4 milioni di posti di lavoro tra il 1997 e il 2007, pari al +12,8%, nonostante la bassissima crescita sperimentata dall'economia.

In assenza di ulteriori auspicabili riforme del mercato del lavoro (che trasformerebbero quella in via di approvazione in un nuovo punto di partenza), l'economia italiana è destinata, come detto, a toccare un tasso di disoccupazione del 12,4% a fine 2013, al termine di un biennio di erosione dei salari reali, dato che gli stipendi di fatto nominali cresceranno dell'1,2% e dell'1,1% contro un'inflazione attesa del 3,1% e del 2,6%.

#### CLUP ancora in aumento

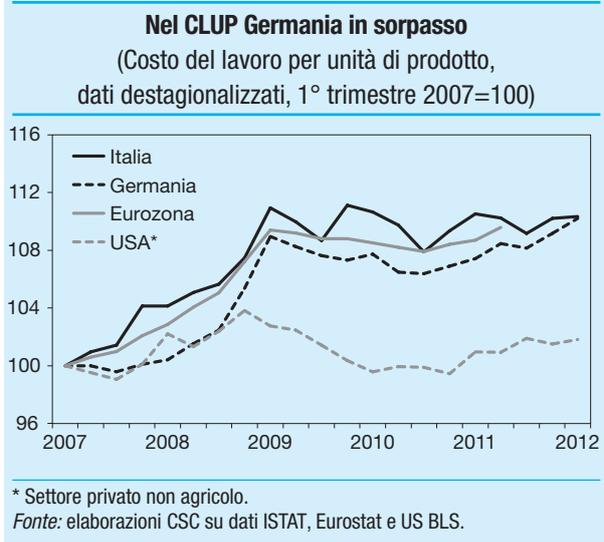
Il CSC stima che in Italia il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) crescerà quest'anno del 3,3% (+0,8% nel 2011) a causa della contrazione della produttività (-1,7%, dal +0,5%) non accompagnata da una riduzione del costo del lavoro per dipendente (+1,5%, dal +1,4%). Nel 2013, esaurita la caduta della produttività (-0,1%), il ritmo di crescita del CLUP si ridimensionerà, pur rimanendo non piccolo (+1,2%).

Il CLUP risulta attualmente in crescita anche in altri paesi. In Germania, in particolare, è in forte espansione da inizio 2011, tanto che nel primo trimestre 2012 si è azzerato lo svantaggio competitivo che le imprese italiane avevano accumulato rispetto a quelle tedesche dal 2007 (Grafico 1.18). Pur rimanendo quello amplissimo generato nel periodo 1997-2007.

#### Prezzi tirati dai rincari delle imposte indirette

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia negli ultimi mesi è rimasta stabilmente sopra il +3,0% annuo (+3,2% in maggio, indice NIC; +3,5% indice IPCA). Rallenterà di poco nei prossimi mesi, portandosi a +2,8% a fine anno, per poi

Grafico 1.18



scendere a +2,4% a fine 2013. In media, si attesterà a +3,1% nel 2012 (da +2,8% nel 2011) e scenderà a +2,6% nel 2013.

La parziale frenata dell'inflazione sarà dovuta in buona parte al rallentamento dei prezzi dei beni energetici. Nello scenario CSC è incorporata la tendenza di questi ultimi a fermarsi, data la previsione di una quotazione del petrolio sostanzialmente stabile.

L'inflazione *core* (calcolata al netto di energetici e alimentari), che misura la dinamica di fondo dei prezzi al consumo, resta molto più bassa dell'indice totale: +1,9% annuo a maggio. All'interno dell'inflazione *core* è più elevata la crescita dei prezzi dei servizi (+2,1% annuo a maggio), sostenuti da quelli relativi al trasporto (+4,2%) che risentono con ritardo dei rincari petroliferi. I prezzi al consumo dei beni industriali sono invece più freddi (+1,5% a maggio).

Anche per l'inflazione *core* le prospettive sono di riduzione nel medio termine, dato il quadro economico interno: i livelli di attività e i consumi sono in calo, la disoccupazione in aumento. Per le imprese industriali, visto il contesto recessivo, è sempre più difficile trasferire a valle l'aumento dei costi, sia che venga dalle commodity sia che origini dal CLUP.

Le aspettative dei consumatori italiani sull'andamento dei prezzi, tuttavia, sono aumentate da fine 2011, a seguito delle manovre di rincaro delle imposte indirette. A maggio le attese sono di aumenti sostenuti dei prezzi nei prossimi mesi. Nell'ottobre 2012 è previsto, infatti, l'ulteriore incremento dell'aliquota ordinaria IVA, pari a due punti (dal 21% al 23%), aumento che è incorporato nello scenario CSC. I beni e servizi su cui grava l'IVA ordinaria rappresentano il 47,8% del paniere su cui si calcola l'indice NIC. Inoltre, è anche stabilito un altro ritocco alle accise sui carburanti, da gennaio 2013.

I prezzi italiani sono quindi spinti in direzioni opposte da due distinte forze: la recessione, che li tirerà giù, e l'aumento delle imposte indirette, che li spinge su. In tale contesto il trasferimento dell'aumento dell'IVA al consumatore finale avverrà in misura parziale negli ultimi mesi del 2012 e nel corso del 2013. Come risultato netto, l'inflazione *core* resterà sostanzialmente invariata, attestandosi al +1,8% annuo in media sia nel 2012 sia nel 2013. E la variazione annua dei prezzi energetici calerà gradualmente, verso il 10,0% a fine 2012 e il 6,0% a fine 2013.

L'ampio divario (1,3 punti percentuali a maggio) tra la dinamica dei prezzi al consumo totali e quella dei *core* è dovuto proprio ai prezzi dell'energia. Questi sono saliti rapidamente da fine 2011 e a maggio hanno toccato i massimi storici (Grafico 1.19). In termini di variazione annua, i prezzi al consumo energetici fanno segnare un +15,3% a maggio. Le quotazioni in euro del petrolio, invece, sono scese dai massimi, pur restando elevate. E segnano a maggio una variazione annua di +8,0% (-1,5% a giugno). I meccanismi gradualisti di adeguamento delle tariffe in Italia possono spiegare il ritardo dei prezzi energetici nel regi-

strare l'andamento del petrolio (di solito è di uno-due mesi, sia al rialzo sia al ribasso). In questa fase, però, a tenere alti i prezzi dell'energia in Italia sono anche i ripetuti aumenti delle accise sui carburanti. Inoltre, sulla bolletta elettrica dei consumatori grava anche il rincaro legato al finanziamento degli incentivi per le energie rinnovabili (fotovoltaico).

Una frenata si è già osservata, invece, per i prezzi al consumo alimentari (+2,1% annuo a maggio, da +2,8% a febbraio), grazie alla flessione delle commodity. In particolare, i prezzi degli alimentari freschi hanno rallentato al +0,8% (dal +1,8%), quelli dei lavorati al +2,9% (dal +3,4%).

Sull'andamento dei prezzi al consumo di numerosi beni e servizi nel 2011 e nella prima metà del 2012 ha inciso, come detto, l'aumento di varie imposte indirette: aliquota ordinaria IVA (incrementata al 21%, dal 20%, nel settembre 2011), accise sui carburanti, accise sui tabacchi. A maggio 2012 l'impatto massimo teorico di tutti gli incrementi delle imposte indirette già in vigore è stato calcolato dall'ISTAT in un +1,0% sull'indice generale. I rincari da maggiori imposte si concentrano nei trasporti (carburanti), nelle bevande alcoliche e tabacchi, nell'abbigliamento e calzature, nei mobili e altri beni per la casa.

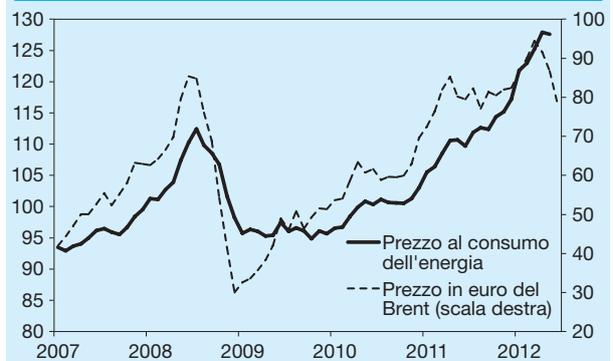
Se si considera l'aggregato dei beni e servizi regolamentati (inclusi quindi elettricità e gas), risulta un +5,2% annuo dei prezzi in maggio, una dinamica maggiore di quella dei non regolamentati (+2,9%). Oltre alle tariffe energetiche (+15,3% a maggio), hanno mostrato rincari superiori alla media anche i servizi a regolamentazione locale (+3,8%).

#### Si allarga il differenziale di prezzi con Eurolandia

Negli ultimi mesi la dinamica dei prezzi al consumo in Italia si è allontanata da quella media di Eurolandia, scesa a +2,4% a maggio (da +3,0% del novembre 2011). Il differenziale, misurato sugli indici armonizzati IPCA, è arrivato a 1,1 punti percentuali a maggio (era nullo in media nel 2010). Nell'Eurozona i prezzi al consumo dei beni energetici hanno già frenato in misura marcata (+7,3% annuo a maggio, da +12,3% nel novembre 2011) e anche gli alimentari hanno mostrato un certo rallentamento (+2,8%, da +3,4%). Inoltre, l'inflazione *core* è inchiodata da mesi a livelli molto ridotti (+1,6% annuo a maggio), 0,6 punti percentuali meno che in Italia.

Grafico 1.19

#### Energia: prezzo al consumo record, ma calerà (Italia, indice 2010=100; euro per barile)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Thomson Reuters.

Il divario nella dinamica dei prezzi è ancor più forte rispetto alla Germania: +1,3 punti a maggio per l'indice totale. L'incremento dei prezzi tedeschi (+2,2% annuo) è difatti più basso di quello medio dell'Area euro. In Germania i prezzi energetici hanno frenato più rapidamente (+4,8% a maggio, da +11,2% nell'ottobre 2011). La *core* è su ritmi ancor più contenuti, sebbene stia lentamente accelerando (+1,5% a maggio, da +1,1% a fine 2011): il divario di 0,7 punti sulla dinamica di fondo dei prezzi tra Germania (tuttora in crescita economica) e Italia (in recessione) è da imputare in larga misura agli aumenti delle imposte indirette nel Paese, anche se non è una particolare anomalia, in quanto già spesso osservata negli ultimi dieci anni.

### Politiche espansive per uscire dalla crisi

#### *Restrizioni di bilancio slegate dalle condizioni economiche*

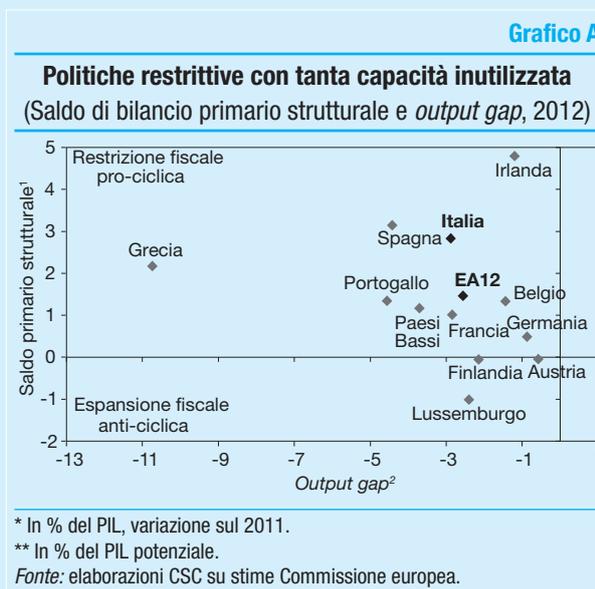
Le politiche di bilancio dei paesi euro sono poco sensibili alle condizioni economiche. Ciò a causa di un inadeguato e non simmetrico coordinamento e per il prevalere dell'obiettivo della stabilità rispetto a quello della crescita. Negli anni recenti il coordinamento è aumentato notevolmente ma sempre in direzione di privilegiare il controllo dei conti pubblici, cosicché le politiche di bilancio sono risultate ancora più slegate dall'andamento dell'*output gap*.

Da quando nel 2011 è stata concretamente avviata l'*exit strategy* dagli stimoli all'economia, la gestione dei bilanci pubblici è divenuta decisamente restrittiva. Invece, ci sarebbe molto spazio per politiche espansive nell'enorme sottoutilizzo delle risorse, tanto ampie da essere tipiche in molti casi di una situazione di depressione economica. Politiche espansive, o almeno non restrittive, sono suggerite dalla teoria economica; politiche espansive erano state annunciate e poi varate alla fine del 2008 quando, alla luce della lezione appresa dalla crisi del 1929, era sottolineata la necessità di promuovere misure di rilancio dell'economia.

Anche accogliendo la tesi di quanti sostengono che la regolazione fine degli strumenti di politica economica per stabilizzare la domanda interna è inefficace se non controproducente, è certo che la politica di bilancio non deve avere carattere pro-ciclico: azioni di consolidamento dei conti pubblici non dovrebbero essere messe in atto nelle fasi di domanda aggregata bassa rispetto all'offerta e quando sono all'opera forze che già di per sé agiscono in senso restrittivo, come lo sgonfiamento delle bolle immobiliari, la riduzione della leva dei sistemi bancari e l'aggiustamento dei bilanci familiari.

### La misura delle politiche restrittive

Per valutare l'impostazione della politica di bilancio rispetto alle potenzialità di un'economia, ossia per misurare la cosiddetta *fiscal stance*, consideriamo la variazione del saldo primario strutturale e l'*output gap* (Grafico A). Il saldo primario strutturale è dato dal saldo al netto della spesa per interessi e corretto per gli effetti che il ciclo economico ha sul bilancio stesso<sup>1</sup>. L'*output gap* è la differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale: se il primo è inferiore al secondo c'è spazio per politiche espansive, viceversa se il PIL effettivo è maggiore del potenziale<sup>2</sup>.



Le combinazioni possibili tra *output gap* e variazione del saldo primario strutturale sono quattro: *output gap* negativo con restrizione di bilancio (quadrante in alto a sinistra nel grafico) oppure con manovre espansive (quadrante in basso a sinistra); *output gap* positivo e politica di bilancio restrittiva (quadrante in alto a destra) oppure espansiva (quadrante in basso a destra).

Queste combinazioni sono rappresentabili graficamente in quattro quadranti: politiche non pro-cicliche richiederebbero che i paesi si posizionassero nel quadrante in basso a sinistra oppure in quello in alto a destra. Invece, la quasi totalità dei paesi euro considerati si colloca nel quadrante in alto a sinistra poiché sta adottando politiche di bilancio pro-cicliche: restrittive in una fase recessiva<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Tale correzione è calcolata come il prodotto tra l'*output gap* (differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale in percentuale di quest'ultimo) e l'elasticità del saldo del bilancio pubblico al ciclo, che è stimata dalla Commissione europea ed è pari, per l'Italia, a 0,5. Il saldo di bilancio corretto approssima il saldo che si avrebbe se la crescita del PIL fosse pari a quella del PIL potenziale.

<sup>2</sup> La forte caduta del PIL in diversi paesi avanzati avvenuta nel 2009 può essere considerata ciclica o strutturale. Se si propende per la seconda interpretazione, si deve concludere che il PIL potenziale ha subito una diminuzione permanente e non inquadabile nelle tendenze pre-crisi e altrettanto durevoli sono le perdite di entrate e gli incrementi di uscite pubbliche; e ciò impone, prima o poi, un aggiustamento. La diversa visione sulla natura della caduta del PIL effettivo fa sì che le stime sull'*output gap* dei principali istituti statistici internazionali (FMI, OCSE, Commissione europea) possono essere anche molto diverse tra loro. Ciò che rileva qui è che quelle attualmente disponibili confermano che tutti i paesi euro hanno un PIL inferiore a quello potenziale.

<sup>3</sup> L'analisi è stata condotta su tutti i paesi euro esclusi Cipro, Estonia, Malta, Slovacchia e Slovenia.

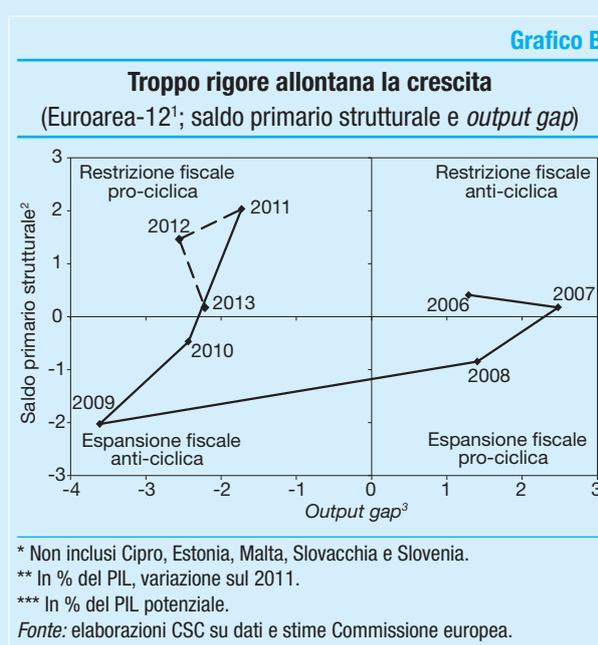
L'*output gap* è pari a -2,6% nella media dell'Euroarea. Grecia (-10,7%), Portogallo (-4,6%), Spagna (-4,4%) e Paesi Bassi (-3,7%) sono i paesi con il prodotto più lontano dal potenziale. Italia (-2,9%), Francia (-2,8%), Lussemburgo (-2,4%) e Finlandia (-2,1%) si attestano intorno alla media europea; mentre Belgio, Irlanda, Germania e Austria sono quelli con il PIL più prossimo al potenziale. In prima linea nell'adottare politiche restrittive ci sono i PIIGS: in Irlanda la variazione del saldo primario corretto per il ciclo toccherà quest'anno i 4,8 punti di PIL; in Spagna i 3,1 punti, in Italia i 2,8, in Grecia i 2,2 e in Portogallo l'1,3. Ma anche Belgio, Paesi Bassi, Francia e Germania sono in fase di restrizione; Austria e Finlandia no.

Per quanto non esista una politica di bilancio comune a livello europeo è possibile individuare quella attuata in "media" dai principali paesi euro tra il 2006 e il 2011 e quella prevista fino al 2013, sulla base delle stime della Commissione europea (Grafico B).

Nel periodo 2006-2010 le politiche di bilancio dei paesi europei sono state del segno suggerito dall'*output gap*: nel 2006 e 2007 restrittive con gap positivo; nel 2008, sebbene il gap fosse ancora positivo, il fallimento di Lehman Brothers indusse i governi ad adottare politiche espansive che furono poi rafforzate nel biennio successivo (in particolare nel 2009), quando il PIL effettivo crollò, come prevedibile e previsto, rispetto al potenziale.

Dal 2011 le politiche di bilancio dei paesi euro sono divenute, invece, decisamente restrittive, pur in presenza di un *output gap* fortemente negativo; e lo saranno anche quest'anno.

Si tratta di politiche che, invece di stabilizzare il ciclo, stanno facendo avvitare su se stessa l'intera economia europea. Potrebbero essere giustificate a livello di singoli stati solo in presenza di consistenti politiche anti-cicliche sovranazionali, in modo analogo a ciò che avviene negli Stati Uniti. Ma così non è.



### Si allontana il pareggio di bilancio

Il CSC stima per il 2012 un indebitamento netto pari al 2,6% del PIL, in peggioramento di 1,1 punti rispetto alla previsione di dicembre scorso e di 9 decimi di punto superiore alla stima contenuta nel Documento di economia e finanza (DEF) dell'aprile scorso (Tabella 1.3). Nel 2013 il deficit pubblico scenderà all'1,6% del PIL, lontano dal pareggio di bilancio a cui ci si avvicinerà in termini strutturali, come d'altronde richiesto dal *fiscal compact* e dalla recente modifica dell'art. 81 della Costituzione: 1,1% del PIL quest'anno e 0,4% il prossimo. Il maggiore deficit rispetto alle stime CSC di dicembre e rispetto a quelle del DEF è legato al deterioramento del quadro economico, che comporta una minore crescita del PIL nominale e quindi delle entrate pubbliche, e alle maggiori tensioni sui mercati finanziari che stanno determinando l'aumento dei tassi di rendimento sui titoli di Stato e, dunque, della spesa per interessi<sup>5</sup>. Del resto sono confermati gli altri elementi del quadro previsivo della finanza pubblica italiana e le quantificazioni delle manovre riportate nel DEF.

Gli indicatori congiunturali disponibili non sono stati utili nel definire le previsioni CSC: le entrate nei primi quattro mesi dell'anno sono in crescita del 2,5% rispetto allo stesso periodo del 2011 (dato depurato dall'entrata *una tantum* relativa all'imposta sostitutiva sul leasing immobiliare contabilizzata nell'aprile 2011), ben al di sotto del 5,2% stimato dal CSC per quest'anno. Anche il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche tra gennaio e aprile si è attestato a 46,2 miliardi di euro, in aumento di 4,7 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2011. Il CSC ha tenuto solo parzialmente conto dell'andamento di tali indicatori poiché il periodo cui si riferiscono è ancora troppo limitato per avere un quadro affidabile dei risultati a fine anno. Inoltre, alcune delle entrate non risultano essere sensibili alla dinamica del PIL. In particolare: l'IMU, il tributo comunale sui rifiuti, l'imposta di bollo sui conti di deposito e quella sulle attività scudate. Si tratta di maggiori incassi solo in minima parte realizzati e che per il 2012 sono quantificati in 12,7 miliardi dalle relazioni tecniche ai provvedimenti che li hanno introdotti.

<sup>5</sup> Le stime sono coerenti con il DEF che indica una sensitività di 0,3 punti di PIL del deficit pubblico a una minore crescita reale dello 0,5% per il 2012.

Tabella 1.3

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)				
	2010	2011	2012	2013
Entrate totali	46,6	46,6	49,3	49,7
Uscite totali	51,2	50,5	51,9	51,3
Pressione fiscale apparente	42,6	42,5	45,1	45,4
Pressione fiscale effettiva	51,2	51,1	54,2	54,6
Indebitamento netto	4,6	3,9	2,6	1,6
Indebitamento netto strutturale	3,4	2,9	1,1	0,4
Saldo primario	0,0	1,0	3,1	4,3
Saldo primario strutturale	1,2	2,0	4,6	5,4
Debito pubblico	118,6	120,1	125,7	125,8
Debito pubblico (netto sostegni)*	118,3	119,2	122,6	122,2

\* Prestiti diretti alla Grecia e quota di pertinenza Italia EFSF e del capitale ESF dal 2010.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

**Più entrate strutturali**

Le entrate sono previste in forte accelerazione nel 2012 (+5,2%), per poi rallentare nel 2013 (+2,6%). Cresce la loro incidenza sul PIL, che si attesterà al 49,3% quest'anno e al 49,7% il prossimo (dal 46,6% del 2011). La pressione fiscale toccherà il 45,1% del PIL nel 2012 e il 45,4% nel 2013. Schizzerà al 54,6% il prossimo anno la pressione fiscale effettiva, ossia la quota di entrate fiscali e contributive sul PIL depurato dal sommerso.

Per quanto riguarda le imposte dirette, nei primi quattro mesi dell'anno il gettito IRPEF è stato in lieve calo (-0,5%) per la dinamica poco sostenuta delle ritenute nel settore pubblico e sui redditi dei lavoratori autonomi, mentre l'IRES ha registrato un forte aumento (+7,9%) essenzialmente per effetto dei versamenti dei contribuenti con esercizio non coincidente con l'anno solare. Tra le imposte indirette, il gettito IVA ha segnato una flessione dell'1,0%: l'aumento del 4,7% dell'IVA da importazioni (dovuta al rincaro del prezzo del petrolio) è compensato dal calo dell'IVA sugli scambi interni (-2,2%), sensibile all'indebolimento della domanda interna. Per effetto dei provvedimenti varati con le manovre del 2011, hanno segnato un deciso incremento l'imposta di bollo (+180,0%; effetto del D.L. 98/2011) e l'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (+24,0%; derivante dal D.L. 201/2011).

Dal confronto tra le entrate rilevate nei primi quattro mesi dell'anno e le previsioni del DEF mensilizzate emerge uno scostamento negativo di 3,5 miliardi (nel primo trimestre aveva toccato i 4,0 miliardi), che risulta allarmante per quanto riguarda il gettito IVA, ma che non può essere proiettato sul risultato a consuntivo per la metodologia con cui è stata effettuata la mensilizzazione.

**In salita la spesa per interessi**

Il rapporto tra spesa pubblica e PIL torna ad aumentare. Secondo il CSC si attesterà al 51,9% nel 2012 e al 51,3% nel 2013 (dal 50,5% del 2011). Nel biennio la spesa corrente primaria crescerà (+0,7% quest'anno e +0,2% il prossimo) solo per effetto dell'aumento della spesa per prestazioni pensionistiche, mentre si contrarranno i consumi pubblici e i contributi alla produzione. La spesa in conto capitale risulta pressoché stabile sul PIL, al 3,1% nel 2012 e al 3,0% nel 2013, il quale scenderà in termini nominali dello 0,6% nel 2012, mentre salirà dell'1,7% nel 2013.

La spesa per interessi si porterà al 5,7% sul PIL nel 2012 e al 5,8% nel 2013; aumenterà molto in valore nel 2012 (+15,4%), per rallentare nel 2013 (+3,8%). La sua dinamica è alimentata, oltre che dall'incremento dello stock del debito pubblico, anche dall'aumento dei tassi d'interesse. Gli *spread* tra BTP e Bund tedeschi sono tornati a crescere nell'ultimo mese (il picco ha toccato i 463 punti base), tornando sui livelli di fine 2011, dopo il calo registrato fino a marzo. Nella stima del CSC si ipotizza che rimarranno ai livelli attuali nei mesi estivi, per poi scendere a partire dall'ultimo trimestre dell'anno ai livelli di marzo, quando il rendimento dei BTP a 10 anni era pari in media al 4,97%. Così quest'anno il rendimento si attesterà al 5,5% medio e calerà al 5,0% nel 2013 (5,3% nel 2011). Il costo medio del debito pubblico toccherà il 4,7% nel 2012 e nel 2013 (dal 4,2% nel 2011).

Il CSC ingloba, infatti, nello scenario una svolta significativa nella strategia europea sui debiti sovrani, in direzione di una maggiore integrazione. Se, al contrario, le risposte fornite non saranno ritenute adeguate dai mercati il rendimento dei BTP a 10 anni potrebbe rimanere ai livelli attuali, ossia al 5,94% (media della prima metà di giugno). Si attesterebbe così al 5,8% medio nel 2012 e al 5,9% nel 2013. Il rapporto tra la spesa per interessi e il debito pubblico raggiungerebbe il 4,8% nel 2012 e il 5,0% nel 2013. Il verificarsi di quest'ultimo scenario implicherebbe un aumento in valore della spesa per interessi pari a 1,1 miliardi quest'anno e a 4,3 miliardi il prossimo.

Il saldo primario è stimato al 3,1% del PIL nel 2012 e al 4,3% nel 2013. Al netto della componente ciclica raggiungerà il 4,6% quest'anno e il 5,4% il prossimo.

Nella previsione del CSC l'incidenza del debito pubblico sul PIL salirà al 125,7% quest'anno e nel 2013 toccherà il picco del 125,8%. Incidono sempre più significativamente sullo stock del debito i sostegni ai paesi dell'Area euro, pari complessivamente allo 0,3% del PIL nel 2010, allo 0,9% nel 2011, al 3,1% quest'anno e al 3,6% il prossimo. Al netto di tali esborsi, il rapporto debito/PIL si attesterebbe al 122,6% nel 2012 e al 122,2% nel 2013 (Grafico 1.20).

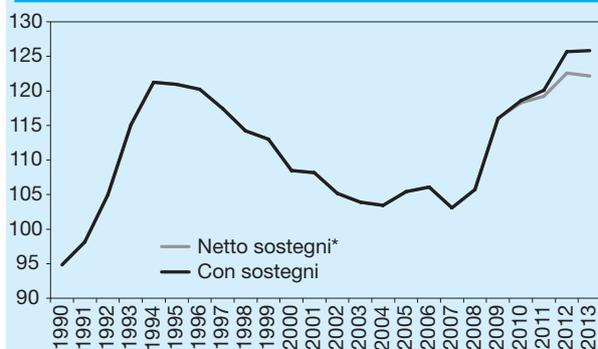
### Rispettati i vincoli europei

Con l'avvio della procedura per disavanzi eccessivi nei confronti di quasi tutti i paesi europei a fine 2009, all'Italia fu chiesto di riportare il disavanzo al di sotto del limite del 3,0% entro il 2012 attraverso uno sforzo minimo annuo di abbattimento del deficit pari a 0,5 punti di PIL nel periodo 2010-2012. Quest'anno l'indebitamento sarà ampiamente sotto il 3,0% e in termini strutturali sarà dello 0,4% del PIL nel 2013.

Le regole europee impongono anche un nuovo vincolo alla spesa. Per i paesi che hanno raggiunto l'obiettivo di medio-termine sul deficit pubblico, la spesa pubblica (considerata al netto dei programmi europei, degli interessi, della spesa per investimenti calcolata come media sugli ultimi quattro anni) può crescere in linea con il PIL potenziale; per gli altri (tra cui in quest'anno e nel prossimo l'Italia) la spesa andrà ridotta rispetto al tasso di crescita potenziale di un ammontare tale da comportare un aggiustamento del saldo strutturale di bilancio di almeno 0,5 punti percentuali ogni anno. Per l'Italia questo vincolo implica una riduzione di spesa pubblica

Grafico 1.20

#### Debito sopra al picco del '94 (Valori in % del PIL)



\* Prestiti diretti alla Grecia e quota di pertinenza Italia EFSF e del capitale ESM dal 2010.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Banca d'Italia, ISTAT e MEF.

dello 0,8% l'anno in termini reali. Questo limite viene rispettato: nel 2012 la spesa è prevista contrarsi dell'1,1% e nel 2013 dell'1,7%, rimanendo quindi entro la soglia fissata a livello europeo.

**Accettare più alti disavanzi nel 2013?**

L'impegno al raggiungimento del pareggio di bilancio complessivo nel 2013 che il Governo italiano ha preso lo scorso anno con i partner europei non verrà mantenuto a causa del peggioramento del quadro economico europeo e in particolare domestico. Il deterioramento dei risultati dei conti pubblici rispetto alle attese non riguarderà solo l'Italia ma presumibilmente la quasi totalità dei paesi dell'Area euro e in particolare Spagna, Irlanda, Grecia e Portogallo, impegnati in imponenti azioni di consolidamento delle finanze pubbliche.

La strategia decisa dai governi europei (o imposta loro?) di agire solo a livello nazionale con politiche di bilancio molto restrittive, concentrate in pochi anni senza alcuna iniziativa per supportare la crescita sta mostrando tutti i suoi limiti. L'Europa rischia di avvitarsi su se stessa in un circolo vizioso: manovre restrittive, peggioramento dello scenario economico, mancato raggiungimento degli obiettivi, nuove manovre, ulteriore peggioramento. Occorre un cambiamento. Il rigore nei conti pubblici non va abbandonato ma reso più graduale, dotandolo subito di misure strutturali di risparmi di spesa che via via aumenteranno nel tempo, così da non deprimere nell'immediato la crescita (ne sono un esempio la recente riforma delle pensioni e la *spending review* avviata). Ogni manovra ulteriore per raggiungere gli obiettivi prefissati avrebbe l'effetto di peggiorare ulteriormente la situazione già precaria. L'Europa deve completare il processo di transizione verso l'unione politica con un governo federale in grado di adottare politiche anti-cicliche (si veda il riquadro *Politiche espansive per uscire dalla crisi*). Nel vertice di fine giugno dovrebbe essere definita una *road map* verso l'integrazione che cominci dal settore bancario per concludersi con l'unificazione politica. E tale cammino va disegnato e cominciato subito, prima che la crisi economica mini le istituzioni democratiche dei paesi europei. In questo senso il voto in Grecia è stato un attestato di fiducia dei suoi cittadini nei confronti dell'Europa. Ma il sempre maggior peso degli estremismi nazionalistici in tutti i paesi dimostra che non c'è altro tempo da perdere.

In questo contesto va concordata a livello europeo l'accettazione dello slittamento in avanti per tutti i paesi del raggiungimento degli obiettivi di bilancio e annunciato apertamente tale cambio di strategia.

In Italia, contestualmente va proseguita e resa più rapida e incisiva l'azione di riforma della pubblica amministrazione, così da consentire l'erogazione di servizi migliori, ampi tagli di spesa, un massiccio recupero dell'evasione, il pagamento dei debiti nei confronti delle imprese e dei cittadini e la necessaria riduzione delle aliquote fiscali.

### La priorità è la riforma della P.A.

Secondo le stime della Commissione europea la spesa pubblica italiana in rapporto al PIL, quest'anno, arriverà al 50,4%, contro il 45,6% tedesco e il 48,9% nella media UE. Tuttavia, un'ampia quota, nettamente superiore a quella degli altri principali paesi, è vincolata a destinazioni che sono eredità del passato: interessi sul debito pubblico e pensioni. Se togliamo dalla spesa pubblica complessiva tali due voci, che sono frutto di scelte errate compiute nel passato, restano uscite pari al 31,3% del PIL nel 2009 (ultimo anno disponibile per il confronto internazionale), la quota più bassa tra i paesi dell'Area euro, a parte Malta. E dal 2009 tale spesa è scesa ancora, stando alla contabilità nazionale ISTAT, raggiungendo il 29,4% del PIL nel 2011. D'altra parte quest'anno, secondo la Commissione europea, la pressione fiscale (apparente) toccherà il 45,0% del PIL, rimanendo inferiore solo a quella del Belgio (47,5%) e della Francia (46,7%). Un livello eccessivo che penalizza i due principali motori del sistema economico: i lavoratori e le imprese. In particolare quelle esportatrici che sono le più virtuose, perché fanno più investimenti in ricerca e innovazione e hanno la produttività più elevata. Queste rischiano di soccombere di fronte alla concorrenza delle imprese che operano in paesi con servizi pubblici migliori e un minore peso del fisco.

### La strategia

L'azione di cambiamento della pubblica amministrazione deve procedere in tre direzioni:

- ridurre lo stock di debito pubblico accumulato dismettendo patrimonio pubblico in modo da ridurre il peso della spesa per interessi;
- eliminare la spesa pubblica inefficiente. I tagli lineari sulla spesa pubblica primaria al netto delle pensioni già più bassa dei nostri *competitor* sono controproducenti;
- recuperare gettito dalla lotta all'evasione e utilizzarlo esclusivamente per ridurre le aliquote fiscali.

Se questa è la strategia a medio termine, nel brevissimo periodo occorre assolutamente evitare l'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA che è prevista scattare a partire dal 1° ottobre prossimo. Questo obiettivo va ottenuto, così come indicato dal Governo, utilizzando i primi risparmi che si stanno conseguendo con la *spending review* che nell'immediato è finalizzata appunto a recuperare 4,2 miliardi, sufficienti a coprire gli effetti sui conti pubblici del 2012 del mancato incremento dell'IVA.

Simulazioni del CSC stimano che il non rialzo dell'IVA, finanziato con tagli di spesa, comporta nel 2013 un maggior PIL dello 0,24%, più alti consumi delle famiglie dello 0,67%, più investimenti per lo 0,51% e maggiore occupazione (+27mila ULA)<sup>6</sup>.

L'attività di revisione della spesa ha preso avvio con la direttiva del Presidente del Consiglio emanata a maggio che individua le modalità attraverso cui ottenere i risparmi attesi e

<sup>6</sup> L'ipotesi sottostante la simulazione è che l'aumento dell'IVA sia solo parzialmente traslato sui prezzi al consumo, coerentemente con quanto indicato a pag. 43 sull'inflazione.

il termine per la presentazione dei piani di revisione delle uscite da parte di ciascun ministero (fine maggio). Le linee indicate vanno nella giusta direzione. È apprezzabile in particolare l'intenzione di intervenire su: revisione dei programmi di spesa; riduzione del numero dei dirigenti; concentrazione degli uffici sul territorio; accorpamento di enti e società pubbliche; riduzione della spesa per acquisto di beni e servizi anche attraverso una più diffusa e adeguata utilizzazione delle centrali di acquisto e dell'*e-procurement*; riduzione della spesa per locazioni e ottimizzazione dell'utilizzo degli immobili di proprietà pubblica; eliminazione di spese di rappresentanza e convegni.

I primi provvedimenti del Governo, in attuazione della direttiva e contenuti nel decreto legge approvato dal Consiglio dei Ministri il 15 giugno scorso, sono positivi<sup>7</sup>. Lo sono in particolare: la riduzione con effetto immediato degli organici della Presidenza del Consiglio e del ministero dell'Economia e delle finanze (20% dei dirigenti e 10% degli altri organici); la cessione di Fintecna spa, SACE spa e SIMEST spa alla Cassa depositi e prestiti, con versamento immediato di un acconto pari al 60% del patrimonio netto contabile al MEF e la destinazione degli introiti (stimati in 10 miliardi) alla riduzione del debito pubblico e dei debiti nei confronti delle imprese; la costituzione di un fondo immobiliare gestito dalla Cassa depositi e prestiti in cui confluiranno cespiti di tutte le amministrazioni pubbliche, inclusi i Comuni e il ministero della Difesa, in grado di fornire liquidità immediata agli enti proprietari da utilizzare per ridurre il proprio debito.

Molto c'è ancora da fare e gli spazi di manovra sono enormi. È sufficiente guardare alcuni casi di cronaca come quelli delle ASL Napoli 1, la più grande d'Italia, e di Salerno (premiata all'ultimo Forum PA come "storia di ordinaria straordinarietà"), risanate in tempi record dopo essere state commissariate con personale delle forze dell'ordine. Oppure il caso del Comune di Potenza che ha fatto finta di risanare il proprio bilancio vendendo l'edificio che ospita il tribunale a una società che glielo ha ridato in affitto, salvo che l'onere di locazione dovrà essere rimborsato al Comune dal ministero della Giustizia, grazie a un Regio decreto del 1941 mai soppresso.

<sup>7</sup> "Decreto legge recante misure urgenti in materia di efficientamento, valorizzazione e dismissione del patrimonio pubblico nonché di razionalizzazione dell'amministrazione economico-finanziaria".

## Incentivi pubblici: spesi quasi 35 miliardi, alle imprese industriali ne arrivano meno di tre

Per quantificare l'ammontare reale degli incentivi alle imprese italiane occorre districarsi in un dedalo di fonti e statistiche, che di volta in volta indicano numeri molto diversi tra loro. Cosicché nel dibattito pubblico regna la confusione massima. Chi guarda ai trasferimenti alle imprese riportati nel conto della Pubblica Amministrazione (P.A.) rimane scandalizzato dai 34,6 miliardi spesi nel 2010 (dati ISTAT). Chi svolge analisi mirate sugli incentivi effettivamente erogati, indica che questi, sempre nel 2010, totalizzavano 2,7 miliardi (calcoli MET). L'analisi corretta di fonti e criteri dice che la bilancia del vero pende decisamente verso quest'ultima cifra.

La Commissione europea che ha il compito di assicurare che gli incentivi non alterino il mercato comunitario, e che quindi cerca di armonizzare al massimo le statistiche, quantifica in 0,3 punti di PIL, 4,5 miliardi di euro, gli aiuti considerati di Stato in Italia, contro lo 0,6% del PIL in Germania (15,9 miliardi), lo 0,8% in Francia (15,4 miliardi) e lo 0,6% nella media UE (73,7 miliardi). Una somma non lontana dai 5,1 miliardi valutati dal Ministero per lo Sviluppo economico (MISE) nei suoi rapporti annuali.

Ma perché esistono numeri così diversi? Le ragioni sono molteplici: il differente modo in cui sono considerati e quindi sommati i dati, i settori economici considerati tra i beneficiari, la natura della proprietà, pubblica o privata, delle imprese che ricevono gli incentivi, il criterio sulla base del quale viene computato il flusso di spesa, la tipologia di strumenti (agevolazioni) considerati nelle rilevazioni e le risorse che li hanno finanziati, che possono essere solo nazionali o anche comunitarie (Tabella A). La grande difformità delle caratteristiche spiega statistiche così lontane tra loro.

Per garantire la massima trasparenza ai conti pubblici sarebbe opportuno riconciliare le diverse fonti e, in particolare, rendere coerente la spesa riportata nel conto della P.A., che è quello più rappresentativo dell'andamento della finanza pubblica italiana, con le quantificazioni individuate dai diversi studi *ad hoc* sugli incentivi alle imprese. In ogni caso, l'analisi attenta del conto della P.A. e del conto di cassa dello Stato suggerisce che l'ammontare effettivo degli incentivi alle imprese è molto vicino ai 4,5 miliardi indicati dalla Commissione europea.

### *Le sette ragioni che fanno dare i numeri*

Anzitutto, c'è il metodo di costruzione dei dati; che può essere di due tipi: dal basso (*bottom-up*), quando il totale della spesa per incentivi alle imprese viene ricostruito a partire dalla rendicontazione delle leggi che li hanno autorizzati: dall'alto (*top-down*), se si parte dai bilanci degli enti pubblici erogatori degli incentivi, consolidandone le varie voci di uscite e così ottenendo il totale della spesa pubblica classificabile come incentivi alle im-

prese. La rilevazione degli aiuti di Stato da parte della Commissione europea, i rapporti annuali del MISE e quelli del MET seguono il primo metodo. L'ISTAT nel redigere il conto economico della P.A. e il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF), nell'elaborare il conto di cassa dello Stato, adottano il secondo metodo. In teoria i due metodi dovrebbero condurre al medesimo risultato. In pratica, però, i dati che ne emergono sono molto diversi e ciò è riconducibile in parte alle caratteristiche elencate sotto e in parte al fatto che nel conto della P.A. gli incentivi alle imprese vengono riportati insieme a molti altri trasferimenti a imprese e altri operatori che tutto sono tranne che incentivi. L'ideale sarebbe raccordare le diverse fonti. Ciò potrebbe essere fatto collegando le voci del conto della P.A. ai capitoli di bilancio dello Stato e delle regioni che le alimentano. Tale raccordo potrebbe essere realizzato solo dall'ISTAT, che in teoria è istituzionalmente titolato ad avere accesso a tutte le statistiche.

La seconda ragione è costituita dalla definizione dei beneficiari, che è essa stessa in qualche modo legata a ciò che si intende per incentivi alle imprese. Un credito d'imposta per gli investimenti effettuati dalle imprese manifatturiere è certamente un incentivo alle imprese finalizzato ad accrescerne il capitale fisico; ma se il Legislatore concede un sostegno finanziario a una scuola o università private, questo non ha certo la finalità di sostenere l'attività economica del Paese bensì di compensare un ente (per lo più senza fini di lucro) che eroga un servizio considerato di utilità sociale. Ecco perché la Commissione europea considera solo gli aiuti destinati alle attività economiche e produttive vere e proprie ed esclude quelli diretti a famiglie, costruzione di infrastrutture, scuole private, ospedali, edilizia pubblica, paesi in via di sviluppo, settore della difesa e lavori pubblici. Il MISE, anche se non lo precisa nei rapporti, monitora le erogazioni agli stessi settori indicati dalla Commissione europea. Il MET è l'unico che guarda solo alla spesa pubblica indirizzata all'industria in senso stretto e ai servizi alla produzione. Nel conto economico della P.A. e in quello di cassa dello Stato sono riportati i trasferimenti a tutti i settori, tra cui istruzione, difesa, ordine pubblico, attività ricreative e di culto, abitazioni e assetto del territorio. Nell'ambito delle attività economiche sono inclusi i trasporti, le comunicazioni, l'energia e l'agricoltura, oltre alle attività manifatturiere, estrattive ed edilizie.

La terza ragione è costituita dall'assetto proprietario delle imprese beneficiarie: un incentivo concesso a una impresa a controllo pubblico assume una veste particolare, in quanto è l'azionista di riferimento che agevola una propria attività e non può quindi essere considerato alla stregua di un aiuto erogato a un'impresa con capitale interamente privato, anche se entrambe operano secondo le regole di diritto privato. Purtroppo, tutte le fonti statistiche sugli incentivi fanno riferimento alle imprese senza distinguere tra quelle private e quelle partecipate o controllate dal pubblico. Il MEF nel conto di cassa dello Stato distingue i trasferimenti alle società erogatrici di servizi pubblici dai trasferi-

menti alle altre imprese; ciò consente almeno di ripulire le cifre sugli incentivi alle imprese dei fondi destinati a tali beneficiari.

La quarta ragione è data dal criterio di registrazione della spesa. Le risorse di cui effettivamente beneficiano le imprese sono quelle effettivamente erogate e da esse ricevute. La Commissione europea e il MET fanno riferimento a queste cifre di cassa. Il MISE riporta sia quanto effettivamente pagato sia le agevolazioni concesse ma che di solito vengono erogate con anni di ritardo. Il conto della P.A. è costruito sulla base di regole internazionali (SEC95) che impongono di registrare i contributi alla produzione e agli investimenti sulla base della cassa.

La quinta ragione è nel metodo di valutazione della spesa: gli strumenti attraverso cui le imprese vengono sostenute sono molto diversificati e per poter essere confrontati e sommati tra loro richiedono una trasformazione finanziaria che li riporti a coerenza. Senza questo fondamentale passaggio logico-economico non si può misurare l'effettivo beneficio ricevuto dalle imprese attraverso le agevolazioni. La trasformazione ormai accettata e condivisa in sede UE dà luogo al calcolo dell'equivalente sovvenzione al lordo degli effetti fiscali (ESL). Per comprendere l'importanza di questa operazione si pensi che per i finanziamenti agevolati (che stanno diventando la forma di incentivo prevalente) l'ammontare dell'agevolazione può essere quantificata sull'importo complessivo del finanziamento stesso, che è un multiplo dell'effettivo beneficio ricevuto dalle imprese. Quest'ultimo, infatti, è limitato all'agevolazione concessa sull'ammontare degli interessi da pagare o sulla quota del capitale a fondo perduto, mentre la maggior parte del finanziamento ricevuto viene rimborsato dall'impresa. I dati della Commissione europea e quelli del MET sono basati sull'ESL, mentre il conto economico della P.A., il conto di cassa dello Stato e il MISE riportano il costo dell'agevolazione per la P.A. e lo Stato. La Commissione e il MISE quantificano anche il controvalore delle garanzie concesse (però senza utilizzare l'ESL), ciò che il MET invece non fa.

La sesta ragione è dovuta agli strumenti agevolativi considerati. La Commissione europea, il MISE e il MET tengono conto di tutte le diverse forme di incentivo: contributi in conto esercizio, in conto interessi, in conto canoni, in conto capitale, in conto impianti, finanziamenti agevolati, partecipazioni al capitale, crediti di imposta e bonus fiscali. Escludono le compensazioni per i concessionari di servizi pubblici, che non rappresentano un aiuto ma una copertura di maggior costi sostenuti per la fornitura dei servizi pubblici stessi. Queste compensazioni, invece, sono incluse sia nel conto della P.A. sia nel conto di cassa dello Stato. Le garanzie concesse sono considerate sia dalla Commissione europea sia dal MISE ma non dal MET. La Commissione europea non prende in considerazione incentivi di importo inferiore ai 200 mila euro pagati a un'impresa nell'arco

degli ultimi tre anni, a partire da quello corrente, perché ritenuti non in grado di alterare la concorrenza nel mercato unico. Queste sono invece rilevate dal MISE e anche dalle altre fonti. Per la stessa ragione la Commissione non rileva le misure generali (contributi sociali, aliquote IVA ridotte, aliquote fiscali differenziate per tipologia di impresa); solo l'aliquota ridotta sul reddito d'impresa per le PMI è considerata aiuto di Stato; lo stesso fanno tutte le altre fonti, benché i dati sulle entrate nel conto economico della P.A. e in quello di cassa dello Stato che inglobano tali forme di agevolazione non consentano di isolarle e quindi di determinarne il valore. Alcune misure generali (come la Tremonti-ter) sono considerate dal MISE tra gli incentivi.

La settima e ultima ragione di discrepanza tra le somme considerate incentivi alle imprese è riconducibile alle diverse fonti di finanziamento: le agevolazioni alle imprese sono finanziate con risorse pubbliche nazionali, statali e regionali, ed europee. La Commissione europea tiene conto delle sole risorse nazionali, escludendo i fondi comunitari e quelli della Banca europea per gli investimenti; anche nel conto economico della P.A. non sono considerati i fondi comunitari. Tutte le altre fonti, invece, conteggiano gli incentivi finanziati con risorse europee, sebbene il conto di cassa dello Stato riporta i soli incentivi statali, compresa la parte coperta da risorse comunitarie.

I fondi comunitari non sono comunque direttamente a carico dei contribuenti italiani e per le casse pubbliche costituiscono una partita di giro perché ad ogni euro sborsato corrisponde un euro incassato dall'UE, ma se e solo se tale euro viene effettivamente pagato. Non utilizzare questi fondi che rientrano in programmi europei rappresenterebbe una forma di autolesionismo da parte del Paese.

### *Il passaggio stretto dal metodo alle cifre*

L'individuazione delle differenze di metodo non porta automaticamente a circoscrivere i veri incentivi alle imprese e a quantificarli. Quale somma considerare valida, allora, tra quelle disponibili?

Se l'obiettivo è di avere un'indicazione sulla spesa in incentivi alle imprese a carico del bilancio pubblico italiano (e non anche di quello UE) per finalità di politica industriale, la cifra più rappresentativa sono i 4,5 miliardi indicati per il 2010 dalla Commissione europea. Questo dato è comparabile internazionalmente (a livello europeo) e si riferisce alle spese per le attività produttive (esclusi quindi i trasferimenti ai concessionari di servizi pubblici locali) finanziate con risorse nazionali (statali e regionali), definite in termini di ESL e autorizzate sulla base delle diverse leggi di spesa approvate. L'ammontare indicato dalla Commissione non è molto inferiore a quello del MISE che lo quantifica in 5,1 i miliardi; la differenza è spiegata interamente dall'inclusione dei fondi comunitari, degli interventi inferiori ai 200 mila euro per impresa e di alcune misure generali. Dei 4,5 miliardi

della Commissione alle imprese industriali arrivano circa 3,0 miliardi. Un numero che non è molto lontano dai 2,7 miliardi computati dal MET per l'industria in senso stretto e i servizi alla produzione. La differenza tra i due dati, oltre che alla non perfetta coincidenza del settore di riferimento (l'industria per la Commissione europea e l'industria in senso stretto e i servizi alla produzione per il MET), è riconducibile alle garanzie concesse (incluse nelle stime della Commissione europea ma non in quelle del MET) e ai fondi UE (considerati dal MET ma non dalla Commissione). I 2,7 miliardi calcolati dal MET, già nettamente e da tempo decurtati rispetto ai 6,1 del 2002 (erano via via scesi fino a 3,5 nel 2007), sono formati principalmente dalle seguenti voci: sostegno al settore aeronautico (660 milioni), credito d'imposta per R&S (370), credito agevolato alle esportazioni (190), fondo ricerca FAR (120), contratti di programma (111), autoimpiego (111), legge 488 (106) e credito d'imposta per gli investimenti (legge 388/2000; 103 milioni).

Tre miliardi di incentivi all'industria italiana possono comunque apparire una cifra elevata in tempi di grave crisi e di drastico risanamento dei conti pubblici. Tuttavia va ricordato che rappresentano una frazione di quanto erogato nei paesi con i quali il settore manifatturiero italiano compete e trovano giustificazione scientifica nel promuovere le esternalità positive di alcune attività svolte dalle imprese, come quelle rivolte alla ricerca, all'innovazione e alla formazione, con benefiche ricadute dirette e indirette per tutta la comunità. Inoltre non è immaginabile penalizzare ulteriormente l'industria italiana (sebbene i ritardi dei pagamenti e la perenzione dei fondi lo stiano già facendo) quando tutti i maggiori paesi, avanzati ed emergenti, stanno puntando con decisione sulla rinascita del manifatturiero come leva per uscire in modo sostenibile dalla crisi, potenziando e ampliando gli interventi di politica industriale.

Tutte le cifre citate per l'Italia sono comunque di gran lunga distanti dai 34,6 miliardi riportati nel conto economico della P.A. e destinati alle imprese come contributi alla produzione e agli investimenti. La disaggregazione per funzioni di spesa svela alcuni arcani (Tabella B). Anzitutto, evidenzia che dei 34,6 miliardi la quota maggiore è destinata ai trasporti: 17,1 miliardi destinati a compensare i concessionari dei trasporti pubblici locali per le tariffe decise non sulla base dei costi sostenuti ma secondo logiche politiche di supporto agli utenti. Si tratta, quindi, di fatto di trasferimenti alle famiglie, che ne sono le effettive beneficiarie ultime.

Non sono irrilevanti nemmeno le risorse destinate all'istruzione (1,4 miliardi), alle comunicazioni (1,1 miliardi), all'edilizia abitativa pubblica e all'assetto del territorio (1,0 miliardi) e alle attività ricreative, culturali e di culto (872 milioni).

Solo 7,4 miliardi sono destinati alle attività estrattive, manifatturiere ed edilizie, dei quali

5,0 sono erogati dalle amministrazioni centrali e principalmente dallo Stato. Una somma che è superiore a quella indicata dalla Commissione europea (3,0 miliardi per l'industria), ma i dati pubblicati dall'ISTAT non consentono di scendere ulteriormente nella disaggregazione e quindi riconciliare perfettamente le statistiche.

La conferma che il metodo *top-down* finisce per fare un'impropria commistione tra gli incentivi alle imprese veri e propri e altri trasferimenti, che nulla hanno a che vedere con le aziende che competono sul mercato, viene dall'analisi del conto di cassa dello Stato. Nel quale è possibile disaggregare per alcuni destinatari i 16,3 miliardi erogati nel 2010 in qualità di trasferimenti correnti e di contributi agli investimenti classificati come "alle imprese". Un terzo finisce a società che svolgono, in tutto o in parte, un servizio di pubblica utilità (RAI, TELECOM, FS, Poste, ENAV); dei restanti due terzi solo una porzione minoritaria va effettivamente alle imprese come incentivi. Il resto soddisfa le più disparate finalità: Fondo per la salvaguardia di Venezia, MOSE, CONSOB, contributi alle emittenti locali, finanziamento delle scuole e università private, Fondo unico dello spettacolo. Non è possibile individuare esattamente ciò che può essere davvero considerato come incentivi alle imprese, ma certo è che si tratta di una frazione del coacervo di ciò che è viene messo sotto l'etichetta fuorviante di "trasferimenti statali alle imprese".

Altra questione, che non è oggetto di questo riquadro, è l'efficacia degli incentivi alle imprese. A questo riguardo ricordiamo che molti studi hanno testato tale efficacia, per lo più arrivando a conclusioni negative. Ciò non perché le politiche degli incentivi siano di per sé e in assoluto errate: costituiscono un asse portante delle politiche industriali praticate in tutti i maggiori paesi, avanzati ed emergenti. Bensì a causa del modo in cui sono attuate in Italia: fondi erogati in ritardo, con alta incertezza su tempi e ammontare; sovrapposizione di enti erogatori e programmi; prevalere di interessi particolari su quelli generali.

Tabella A

	Conto economico P.A.	Conto di Cassa Stato	Commissione europea	Rapporto MISE	Rapporto MET
<b>Metodo di costruzione</b>	<i>Top-down</i>	<i>Top-down</i>	<i>Bottom-up</i>	<i>Bottom-up</i>	<i>Bottom-up</i>
<b>Settori beneficiari</b>	Tutti i settori	Tutti i settori	Attività economiche e produttive (con esclusione di infrastrutture, scuole private, ospedali, edilizia pubblica, paesi in via di sviluppo, settori difesa e lavori pubblici)	Attività economiche e produttive (con esclusione di infrastrutture, scuole private, ospedali, edilizia pubblica, paesi in via di sviluppo, settori difesa e lavori pubblici)	Industria in senso stretto Servizi alla produzione
<b>Imprese beneficiarie</b>	Private nella regolamentazione, a capitale sia pubblico che privato	Private nella regolamentazione, a capitale sia pubblico che privato	Private nella regolamentazione, a capitale sia pubblico che privato	Private nella regolamentazione, a capitale sia pubblico che privato	Private nella regolamentazione, a capitale sia pubblico che privato
<b>Criterio di registrazione della spesa</b>	SEC95 (erogazioni)	Erogazioni	Erogazioni	Concessioni/erogazioni	Erogazioni
<b>Metodo di valutazione della spesa</b>	Costo per la P.A.	Costo per la P.A.	ESL (Equivalente Lordo)	Costo per la P.A.	ESL (Equivalente Lordo)
<b>Strumenti agevolativi considerati</b>	Incentivi, Agevolazioni fiscali (credito d'imposta), Altri trasferimenti	Incentivi, Agevolazioni fiscali (credito d'imposta), Altri trasferimenti	Incentivi, Agevolazioni fiscali, Garanzie, esclusioni per i concessionari di servizi pubblici, "de minimis" e le misure generali	Incentivi, Agevolazioni fiscali, Garanzie, esclusioni per i concessionari di servizi pubblici, "de minimis" e le misure generali	Incentivi, Agevolazioni fiscali, esclusioni per i concessionari di servizi pubblici, "de minimis" e le misure generali
<b>Fonte di finanziamento</b>	Risorse nazionali (statali e regionali)	Risorse statali e fondi comunitari gestiti dallo Stato	Risorse nazionali (statali e regionali)	Risorse nazionali (statali e regionali), fondi comunitari	Risorse nazionali (statali e regionali), fondi comunitari
<b>Aspetti positivi</b>	1) Comparabile a livello europeo 2) È il conto di riferimento per la finanza pubblica 3) È disaggregabile per funzione (e sottofunzione di spesa) e per livello di governo	Fornisce un dettaglio maggiore del conto economico sulle erogazioni da parte dello Stato	1) Sono definiti in modo rigoroso selezionando gli aiuti alle imprese per finalità di politica industriale 2) Comparabile a livello europeo 3) Le quantificazioni sono legate al beneficio ricevuto	1) È il monitoraggio più completo (a livello nazionale e regionale), riporta l'universo delle agevolazioni alle imprese per finalità di politica industriale 2) Si basa sulla definizione di aiuti di Stato fornita dalla Commissione europea	1) È coerente con la rilevanza del MISE e con quella della Commissione europea 2) Tecnicamente individua nel modo più corretto il valore delle agevolazioni
<b>Aspetti negativi</b>	1) Include i finanziamenti alle imprese pubbliche oltre che quelli alle imprese private 2) Include gli interventi che hanno finalità diverse 3) Non riporta gli interventi degli enti territoriali da quelle di politica industriale	1) Include i finanziamenti alle imprese pubbliche oltre che quelli alle imprese private 2) Include gli interventi che hanno finalità diverse 3) Non riporta gli interventi degli enti territoriali da quelle di politica industriale	1) I dati non sono coerenti con i conti della P.A. dei diversi paesi 2) Sono escluse le agevolazioni di importo inferiore a 200 mila euro per imprese nell'anno in corso 3) Non è possibile scorporre le risorse pubbliche nazionali da quelle provenienti dalla UE	1) I dati non sono coerenti con quelli del conto della P.A. 2) Non consente confronti internazionali 3) Non è possibile scorporre le risorse pubbliche nazionali da quelle provenienti dalla UE	1) I dati non sono coerenti con quelli del conto della P.A. 2) L'analisi è limitata all'industria in senso stretto e ai servizi alla produzione 3) Non è possibile scorporre le risorse pubbliche nazionali da quelle provenienti dall'UE

Tabella B

## Le quantificazioni degli incentivi alle imprese per il 2010

(Milioni di euro)

	Conto economico della P.A. <sup>1</sup>		Conto di cassa dello Stato <sup>2</sup>		5.756	Commissione europea <sup>3</sup>		Rapporto MISE <sup>4</sup>		MET-economia		
	Amm. Centrali	Amm. Locali	Totale P.A.	A società di servizi pubblici		846	Nazionali	Regionali	3.761		1.387	
Servizi generali	0	8	8	RAI	143					Industria (netto aeronautico)	2.044	
Protezione dell'ambiente	68	326	394	TELECOM	21					Settore aeronautico	656	
Abitazioni e assetto del territorio	481	545	1.026	Ferrovie dello Stato s.p.a.	4.160							
Sanità	0	4	4	Ferrovie in regime di concessione	200							
Attività culturali e di culto	737	135	872	Poste	1.017							
Istruzione	580	844	1.424	ENAV	0							
Protezione sociale	0	21	21	Finmare e Servizi navigazione lacuale	201							
Affari economici	16.244	14.624	30.868	Monopoli	14							
di cui:				<b>Ad altre imprese</b>	<b>10.526</b>							
				Incentivi a occupazione	878							
				Venezia (MOSE)	142							
				CONSOB	1							
				Contributi emittenti locali	148							
				Fondo usura e antraket	29							
				Scuole e università private	487							
				Agricoltura	320							
				Trasporti	833							
				Fondo Unico Spettacolo	71							
				Programma FREMM	265							
				Settore aeronautico e marittimo	649							
				Agevolazioni imprese industriali (netto aeronautica)	1.454							
				Fondo per la competitività e lo sviluppo	456							
				Fondo agevolazioni ricerca	321							
				Crediti di imposta (inclusa rottamazione)	2.679							
				Contributi in conto interessi	203							
				Fondo finanza d'impresa	390							
				Altri contributi a imprese	1.200							
<b>Totale</b>	<b>18.110</b>	<b>16.507</b>	<b>34.617</b>		<b>16.282</b>					<b>4.560</b>	<b>5.148</b>	<b>2.700</b>

<sup>1</sup> I dati riportati si riferiscono alla disaggregazione funzionale dei contributi alla produzione (correnti) e dei contributi agli investimenti (in c/capitale) a imprese.<sup>2</sup> I dati riportati si riferiscono ai trasferimenti correnti e ai contributi agli investimenti a imprese.<sup>3</sup> I dati riportati si riferiscono agli aiuti di Stato non connessi alla crisi economica ed escludono gli aiuti al settore ferroviario.<sup>4</sup> I dati riportati si riferiscono alle erogazioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, MEF, Commissione europea, MISE e MET.



## 1.2 Le esogene della previsione

**Commercio mondiale in ostaggio dell'Area euro** La ripresa degli scambi internazionali realizzata nel corso del 2010 (+15,0%), frutto in larga parte del rimbalzo dopo il crollo del 2009 (-12,6%), ha registrato nel 2011 un rallentamento (+5,7%) che va al di là della fisiologica evoluzione perché riflette le difficoltà della congiuntura internazionale emerse a partire dall'estate: l'acutizzarsi della crisi dei debiti sovrani che ha comportato politiche di bilancio ancor più restrittive nell'Area euro; le conseguenze delle politiche monetarie e di bilancio restrittive nei principali paesi emergenti rivolte a raffreddare l'inflazione.

L'elevata incertezza sul futuro della moneta unica, l'ancora possibile uscita della Grecia dall'Unione monetaria, con i suoi effetti non quantificabili, l'attuazione congiunta di politiche di bilancio recessive nell'Euroarea, il rallentamento della crescita degli emergenti e l'aumento dell'avversione al rischio di tutti gli operatori oscurano le prospettive del commercio globale. Il CSC assume che l'uscita dalla crisi dell'Eurozona avvenga senza ulteriori fonti di contagio e quindi mantenendo l'appartenenza al suo interno di tutti gli stati membri, con un progressivo ammorbidimento delle politiche di bilancio, allungando i tempi del raggiungimento del pareggio. Fuori dall'Area euro gli USA viaggeranno a ritmi costanti, sebbene inferiori al potenziale, e gli emergenti saranno in grado di permanere lungo il sentiero di elevato sviluppo.

In questo scenario il commercio mondiale nel 2012 registrerà un incremento annuo del 2,5%, pari a poco più di un terzo di quello di lungo periodo (+6,7% tra 1991 e 2008) e nel 2013 accelererà al 4,5% (Tabella 1.4). Rispetto alle stime rilasciate a dicembre scorso, c'è un miglioramento della dinamica nel 2012 (che allora era cifrata in +0,3% media annua), che deriva dalle variazioni superiori all'atteso nei mesi a cavallo del passaggio d'anno, e un peggioramento delle prospettive del 2013 (sintetizzate in precedenza in un +6,9%), per l'azione delle forze sfavorevoli appena analizzate.

Questo profilo incorpora un primo trimestre 2012 che è stato di crescita (+1,4% rispetto al quarto) e un aprile in riduzione (-0,8%). Segnali non rassicuranti provengono dalla com-

Tabella 1.4

### Le esogene internazionali della previsione (Variazioni percentuali)

	2010	2011	2012	2013
Commercio mondiale	15,0	5,7	2,5	4,5
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	79,9	111,6	110,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	3,0	1,7	1,9	2,1
Area euro	2,0	1,5	-0,5	0,5
Paesi emergenti	7,5	6,2	5,5	5,9
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,33	1,39	1,29	1,32
Tasso FED <sup>3</sup>	0,25	0,25	0,10	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,34	0,34	0,30	0,05
Tasso BCE <sup>3</sup>	1,00	1,25	0,73	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	0,81	1,39	0,58	0,15

<sup>1</sup> Dollari per barile; <sup>2</sup> livelli; <sup>3</sup> valori percentuali.

ponente PMI degli ordini esteri globali, tornata a maggio in territorio recessivo (49,7) dopo che nei primi quattro mesi del 2012 si era posizionata al di sopra della soglia neutrale (50) e dunque in zona espansiva.

La dinamica degli scambi mondiali sarà caratterizzata da forti differenze geografiche: un arretramento cospicuo per le importazioni dei paesi dell'Area euro, una debole espansione per quelle degli altri avanzati e una crescita ancora sostenuta, seppur eterogenea e in rallentamento, per gli emergenti.

Negli ultimi sei mesi disponibili (da novembre 2011 ad aprile 2012) le importazioni dell'Area euro sono diminuite del 2,5% rispetto ai sei mesi precedenti, mentre quelle delle altre aree, comprese il resto degli avanzati (+1,3%), sono aumentate, sebbene a ritmi diversi. In particolare: Asia emergente +3,0% e gli altri emergenti +3,3% (Grafico 1.21). La riduzione delle importazioni dell'Area euro avviene partendo da livelli che, nella maggior parte dei paesi membri, non erano ancora tornati ai picchi pre-crisi, che nelle altre aree non solo sono stati già raggiunti ma anche superati, sebbene con tempi e per entità diversi: negli avanzati non-euro a gennaio 2012, negli emergenti extra-Asia a gennaio 2011 e negli emergenti asiatici già a dicembre 2009.

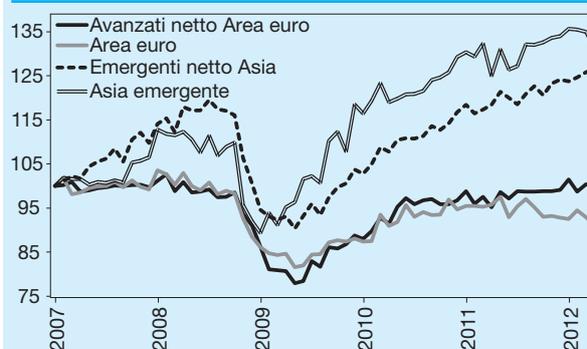
Il precoce ritorno in recessione dell'Area euro, sposato con la continua espansione degli emergenti, ha anticipato il sorpasso dei secondi a danno dei primi: il peso dei nuovi mercati sugli scambi internazionali nel 2011 è del 38,7%, contro il 22,8% dell'Eurozona.

Il maggior ruolo assunto dal commercio mondiale per le attività produttive, grazie all'aumentata frammentazione delle catene del valore, amplifica gli effetti della variazione del PIL sull'evoluzione del commercio globale in entrambe le direzioni: esasperandone le contrazioni (come nel 2009 quando il PIL mondiale è diminuito del 2,2% e gli scambi internazionali del 12,6%) o esaltandone l'espansione (come nel 2010: a fronte di un aumento del PIL mondiale del 4,2% il commercio globale è cresciuto del 15,0%).

L'evoluzione del tasso di cambio dell'euro e il *credit crunch* influenzeranno il commercio internazionale, variando l'apporto dell'Eurozona. Una forte svalutazione della moneta unica può aiutare a sostenere in particolare l'anemico incremento dell'export dei paesi periferici dell'Area

Grafico 1.21

**Scambi mondiali in crescita grazie agli emergenti**  
(Importazioni in volume, dati destagionalizzati, indici gen. 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

euro. I suoi effetti positivi verrebbero contenuti dal fatto che la svalutazione sarebbe comune a tutti i paesi membri, dalla maggiore dipendenza dall'estero per gli input intermedi e dalla carenza di un'ampia base industriale in molti paesi periferici. Un'eventuale uscita di uno o più paesi periferici dalla moneta unica, esclusa dallo scenario base del CSC, non porterebbe i risultati sperati in termini di crescita (si veda il riquadro *Uscita dall'euro=svalutazione=rilancio di export e PIL? False equazioni*). Riguardo al *credit crunch*, la restrizione nella concessione del credito a imprese e famiglie ha già inciso e continuerà a incidere sui comportamenti di spesa, e quindi sull'import, ma anche sulla capacità di esportare, giacché per attivare la produzione destinata a soddisfare i nuovi ordini dall'estero occorre un aumento del capitale circolante.

In compenso, la nuova fase recessiva che ha colpito alcune economie, in conseguenza sia delle difficoltà delle banche a erogare credito sia delle correzioni nei conti pubblici, ha ridotto i loro squilibri nei conti con l'estero, che invece rimangono elevati altrove.

Il deficit commerciale statunitense si potrebbe stabilizzare al 5,0% del PIL nel 2012 (stima CSC), a causa, da un lato, della riduzione delle quotazioni petrolifere e, dall'altro, di una più vivace dinamica delle importazioni.

La Cina nel 2011 ha registrato un surplus commerciale pari al 3,4% del PIL, che nel 2012 è stimato da *Global Insight* ancora al 3,3%. Se fossero conseguiti gli obiettivi del dodicesimo Piano quinquennale, che punta a sostenere i consumi, ciò alimenterebbe le importazioni, eroderebbe l'attivo commerciale e migliorerebbe la performance del commercio mondiale.

Per la prima volta, dopo un trentennio di attivi commerciali, il Giappone ha registrato un deficit pari allo 0,5% del PIL nel 2011, come conseguenza del maremoto che ha colpito il paese nel marzo 2011, riducendone le esportazioni temporaneamente; l'apprezzamento dello yen e il rallentamento della domanda estera hanno ulteriormente penalizzato le vendite nipponiche oltremare. Anche la maggior dipendenza dal petrolio e dal gas naturale, dopo il disastro nucleare di Fukushima, ha influito e influirà nei prossimi mesi sull'andamento della bilancia commerciale. Nei primi cinque mesi del 2012 il deficit commerciale ha superato, complessivamente, i 2.600 miliardi di yen (più di 33 miliardi di dollari).

Nel 2011, grazie al miglioramento delle ragioni di scambio, i paesi esportatori di petrolio hanno registrato un aumento del surplus commerciale (da 39,2% nel 2010 a 43,0%). I maggiori e notevoli introiti hanno sostenuto la dinamica delle importazioni di questi paesi a favore soprattutto dell'Unione europea e della Cina. Nei prossimi anni, la rendita petrolifera diminuirà a causa del marginale indebolimento dei corsi del greggio e della forte dinamica dei consumi interni di energia nei paesi produttori. Secondo le stime dell'IEA (*International Energy Agency*), fra il 2010 e il 2015 un terzo dell'incremento della produzione di greggio sarà assorbito dall'aumento dei consumi interni in quei paesi. Ciò determinerà sia la riduzione del loro surplus sia il rallentamento delle loro importazioni.

All'interno dell'Area euro i paesi con il più alto disavanzo estero, come Grecia e Spagna, hanno quasi dimezzato negli ultimi quattro anni (dal 2008 al 2011) il deficit commerciale. In Grecia è passato dal 18,9% del PIL nel 2008 a poco più del 12,7% nel 2011, mentre in Spagna ha raggiunto il 3,7% del PIL dal 7,9%, principalmente in conseguenza della contrazione della domanda interna dovuta alle politiche restrittive di bilancio pubblico. La Germania, terzo esportatore mondiale e primo europeo, ha invece solo marginalmente ridotto il surplus commerciale: dal 7,3% del PIL nel 2008 al 6,0% nel 2011.

Sul fronte della liberalizzazione degli scambi, nell'ultimo vertice ministeriale del WTO, svoltosi lo scorso dicembre a Ginevra, sono stati fatti passi avanti per contrastare il protezionismo strisciante. A cominciare dall'ingresso della Russia nell'Organizzazione mondiale del commercio; è stato, inoltre, rilanciato l'accordo multilaterale sugli appalti pubblici, i cui paesi firmatari sono saliti a 42<sup>1</sup>. Il nuovo accordo, che secondo le valutazioni del WTO ha enormi potenzialità, poiché potrebbe alimentare commesse per un valore annuale pari a circa il 2,5% del PIL mondiale, aumenta l'apertura degli appalti pubblici alla concorrenza estera, vietando discriminazioni nei confronti dei fornitori delle altre nazioni firmatarie. Prosegue, invece, lo stallo del negoziato multilaterale del *Doha Round*, avviato circa dieci anni fa, e ciò fa presagire il suo fallimento e alimenta un crescente ricorso ad accordi preferenziali su base bilaterale o regionale, distorsivi degli scambi internazionali. Ciò accade mentre continuano ad aumentare le restrizioni al commercio internazionale (+25% tra settembre 2011 e maggio 2012); da novembre 2008 a maggio 2012 sono state adottate 1.877 misure che ostacolano o rendono più difficili gli scambi internazionali, di cui 1.542 rappresentano vere e proprie misure protezionistiche, mentre nello stesso periodo soltanto 553 provvedimenti sono stati adottati per liberalizzare o agevolare il commercio mondiale.

**Dagli emergenti l'80% della crescita globale** La crescita delle economie emergenti decelera<sup>2</sup>. Il CSC stima un incremento del loro PIL del 5,5% nel 2012 e del 5,9% nel 2013 (da +6,2% nel 2011 e +7,5% nel 2010; Tabella 1.4). La dinamica è inferiore alla media annua del 6,2% registrata tra il 2000 e il 2010. Nonostante il rallentamento, tali paesi forniranno l'80% della crescita globale quest'anno e contribuiranno per metà alla formazione del PIL mondiale calcolato a parità di poteri di acquisto (Grafico 1.22). Le nuove stime del CSC, inferiori a quelle elaborate a dicembre, includono gli effetti sull'export degli emergenti della più marcata recessione nell'Eurozona e del rallentamento negli Stati Uniti (che era già stato previsto in dicembre), solo in parte controbilanciati dall'andamento della domanda interna che sarà sostenuta da politiche economiche espansive già in atto o che verranno varate. Il ral-

<sup>1</sup> I principali firmatari comprendono: i paesi dell'UE, Israele, Corea del Sud, Taiwan e Hong Kong; benefici maggiori potrebbero derivare dall'eventuale estensione dell'accordo ai grandi emergenti, in particolare India e Cina.

<sup>2</sup> I termini "mercati emergenti" e "nuovi mercati" sono utilizzati come sinonimi.

lentamento dei nuovi mercati era già evidente nel 2011, è stato confermato nel primo trimestre del 2012 e vi sono indicazioni che sia proseguito nel secondo. A partire dall'estate, quando incominceranno a essere efficaci le varie misure espansive, il profilo della crescita migliorerà.

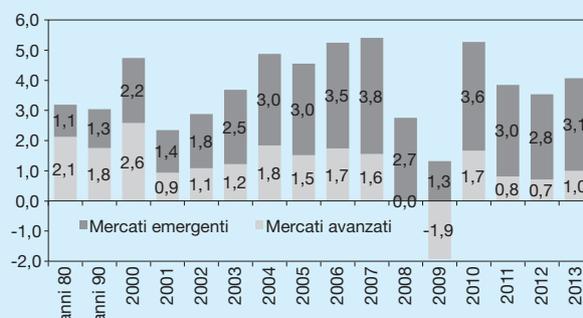
### L'Asia motore di crescita

Dall'Asia emergente proverrà il 54,0% della crescita mondiale nel 2012, con India e Cina in testa nel contribuire all'incremento del PIL dei nuovi mercati, giacché forniscono rispettivamente 0,8 e

2,5 punti percentuali sui 5,6 totali. Comunque, la Cina scala marcia. Il CSC stima che il suo PIL aumenti dell'8,2% quest'anno e dell'8,8% nel 2013, contro il 9,2% nel 2011 e il 10,3% nel 2010 (Grafico 1.23). La moderazione della velocità, dopo quarant'anni di sviluppo al 10% medio annuo, è in parte fisiologica per un'economia che sta riducendo a passo spedito il gap di sviluppo con i paesi avanzati. La variazione media annua del PIL nel primo trimestre del 2012 è stata dell'8,1% ed è atteso un +7,8% annuo nel secondo, alla luce degli indicatori congiunturali usciti negli ultimi mesi, tra cui: produzione industriale con un +9,6% annuo in maggio, dal +9,3% in aprile; PMI manifatturiero a 48,1 in giugno (stima flash), da 48,4 in maggio. Ora che l'inflazione si è attenuata (+3,0% i prezzi al consumo in maggio, da +3,4% in aprile) e che le autorità sono più preoccupate per la crescita e l'occupazione, l'orientamento della politica economica è cambiato e già da fine ottobre la Banca centrale ha cominciato ad allentare la stretta<sup>3</sup>. Il 7 giugno i tassi di interesse sui depositi e sui prestiti a un anno sono stati ridotti di 25 punti base, primo taglio dal 2008. Inoltre, in maggio il Governo ha varato un pacchetto di stimoli di bilancio che ha le stesse caratteristiche di quello del 2009-10, ma è di ammontare più contenuto: il focus è su elettrodomestici (3,3 miliardi di euro di sussidi), autovetture (un miliardo), energie rinnovabili (12 miliardi), infrastrutture (non sono stati allocati nuovi fondi ma è stato rinnovato l'impegno del Governo a portare avanti i progetti del dodicesimo Piano e sono state invitate le imprese private a partecipare agli investimenti nelle ferrovie, ai quali prima non potevano accedere) e mercati finanziari (è stato dato il via alla cartolarizzazione di 6 miliardi di euro di crediti bancari). Tutti questi provvedimenti rinforzeranno la crescita nella seconda parte dell'anno; crescita che comunque continuerà a essere sostenuta soprattutto dagli investimenti (si veda il riquadro *Crescita*

Grafico 1.22

### Dai nuovi mercati l'80% del maggior PIL (Contributi alla crescita del PIL mondiale, %)



La somma degli istogrammi costituisce la crescita del PIL mondiale calcolato a PPA.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli si veda Scenari economici n. 13, dicembre 2011.

cinese più lenta, costretta da nodi irrisolti).

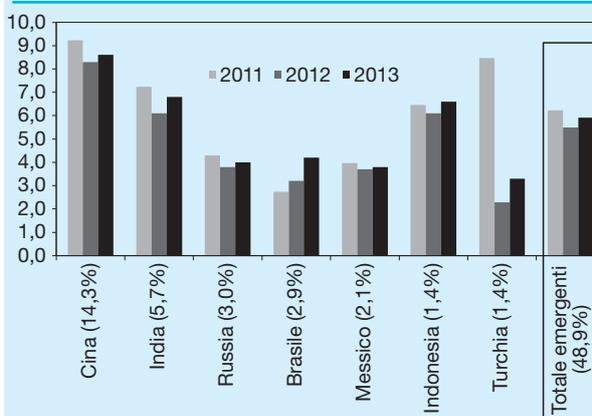
Le province centrali e occidentali del paese contribuiranno in misura sempre maggiore allo sviluppo cinese. Già nel quinquennio 2006-10 i tassi di crescita più elevati si sono osservati in Chongqing, Shaanxi e Mongolia interna (+16% medio annuo), province che registrano gli stessi profili di espansione e reddito pro capite che nei primi anni Novanta hanno sperimentato le zone costiere oggi più avanzate (Jiangsu, Zhejiang, Fujian e Guandong). La produzione industriale nei primi quattro mesi del 2012 è salita mediamente intorno al 17% annuo in Shaanxi, Sichuan, Guizhou, Guanxi,

Anhui e Tianjin, rispetto a una media nazionale dell'11%, e le esportazioni nei primi tre mesi del 2012 sono aumentate mediamente del 154% annuo in Chongqing e del 135% in Shaanxi (rispetto all'8,9% medio), a testimoniare che la produzione manifatturiera, anche quella destinata all'export, si sta spostando a occidente.

La crescita del PIL indiano rallenta al di sotto del 7,0% medio annuo registrato nel decennio 2000-09. Il CSC stima +6,1% nel 2012 e +6,8% nel 2013 (da 7,2% del 2011 e 10,1% del 2010; i dati si riferiscono all'anno solare). Nel primo trimestre 2012 il PIL ha continuato a frenare, al ritmo medio annuo del 5,3%, il più debole dal 2002. La produzione industriale in aprile, +0,1% annuo, è stata molto inferiore alle aspettative; la corsa delle esportazioni (+3,2% su dodici mesi, da -5,7% in marzo) è lontana dal passo a due cifre dell'anno scorso, mentre gli unici segnali confortanti arrivano dal PMI manifatturiero (54,8 in maggio, sostanzialmente stabile da 54,9 in aprile), con i nuovi ordini in aumento. Il rallentamento è in parte conseguenza delle politiche monetarie restrittive (terminate in ottobre), che hanno frenato gli investimenti, e in parte della domanda estera debole. Tuttavia, i veri ostacoli alla crescita indiana, che preoccupano investitori e imprenditori, derivano dall'incertezza politica: il Governo non gode del sostegno parlamentare necessario a portare avanti riforme che ammodernino il paese e non riesce a essere tempestivo nel varare misure di sostegno all'economia. Proprio per queste ragioni *Standard and Poor's* ha recentemente avvertito che l'India potrebbe perdere lo status di "investment grade". La Banca centrale, contro le aspettative, ha per ora deciso di mantenere i tassi di interesse invariati. Sarà cruciale nei prossimi mesi osservare se le autorità, a fronte di una tale debolezza, riusciranno a portare avanti i provvedimenti necessari o se prevarranno gli interessi particolari (e il populismo) dei governatori locali, che mirano alla rielezione.

Grafico 1.23

### Frena la locomotiva degli emergenti (PIL, var. %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale nel 2011)



Tra parentesi il peso del PIL nazionale sul PIL mondiale PPP nel 2011.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

Le altre economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione, grazie alla domanda interna vivace e alle politiche monetarie espansive. I ritmi di crescita saranno, tuttavia, più lenti a causa della frenata della domanda estera e dei legami con le banche europee che finanziano in media il 9% del credito erogato in questi mercati (il triplo di quello proveniente dalle banche statunitensi), con punte del 15% a Singapore e Hong Kong (stime *Asian Development Bank*). Fa eccezione l'Indonesia che nel biennio 2012-13 avanzerà a ritmi superiori al 6% annuo (dal +6,5% nel 2011), grazie alla richiesta cinese di petrolio, che rimane elevata, e alla brillante domanda interna.

#### **Europa emergente penalizzata dall'Eurozona...**

L'Europa emergente è fortemente legata alle dinamiche dell'Eurozona. La crescita nel 2012 sarà inferiore al 3% e nel 2013 appena sopra (in dicembre il CSC stimava per il 2013 quasi un +4%). Il PIL nel 2011 è aumentato del 4,8%, grazie soprattutto a Turchia, Polonia e Russia. In tutta la regione, il sistema bancario, di proprietà per lo più di banche dell'Eurozona, è in seria difficoltà e le condizioni del credito sono in continuo peggioramento. Gli unici paesi con sistemi bancari che sono rimasti nazionali e quindi in grado di sopperire al prosciugamento dei fondi provenienti dall'Area euro sono Polonia e Russia. Gli altri pagano ulteriormente il conto salato delle difficoltà reali e finanziarie dell'Area. Le previsioni per quest'area incorporano lo scenario previsivo molto debole per l'Eurozona elaborato dal CSC.

#### **...ma Polonia, Turchia e Russia tengono**

La Polonia resta il paese emergente dell'UE più solido. Il PIL è cresciuto del 4,4% nel 2011 e del 3,5% annuo nel primo trimestre 2012. Il CSC prevede che il 2012 si chiuderà con un avanzamento del 2,6% e che il 2013 registrerà un incremento del 3,3%. Anche se gli ultimi indicatori congiunturali indicano un chiaro rallentamento dell'attività (tra cui il PMI manifatturiero a 48,9 in maggio, da 49,2 in aprile), l'economia è resistente e la sua espansione continua a essere tirata dalla domanda interna.

La Turchia nel 2011 ha registrato un +8,5% del PIL, seconda solo alla Cina tra i principali nuovi mercati. Tuttavia, nel primo trimestre 2012 ha bruscamente rallentato all'1,7% annuo, per effetto delle politiche di contenimento dell'inflazione e del rallentamento dell'UE, suo principale partner commerciale. Il CSC stima che l'anno finirà con una crescita del 2,7% e che il 2013 registrerà un +3,5%. La domanda interna rimane la prima fonte di espansione del paese, soprattutto i consumi, mentre i punti deboli restano l'inflazione (8,3% in maggio, dall'11,1% in aprile), ben oltre l'obiettivo della Banca centrale, e il deficit corrente, che ammontava a fine aprile all'8,5% del PIL (in miglioramento dal 10,0% a fine 2011, ma finanziato solo per un terzo da investimenti diretti esteri) e per livello è secondo solo a quello statunitense. La Turchia resta comunque uno dei nuovi mercati con maggiori prospettive di espansione, sia come localizzazione produttiva sia come mercato di sbocco per beni di consumo.

La Russia nel 2011 ha registrato un +4,3% per il PIL, un ritmo che resta inferiore al 5,5% medio del primo decennio Duemila. Nel 2012 e 2013 la crescita si manterrà tra il 3% e il 4%, a seconda degli sviluppi dei prezzi delle materie prime e della situazione nell'Eurozona. Nei primi tre mesi del 2012 il PIL è salito del 4,9% annuo, superando le aspettative, grazie soprattutto all'aumento dei consumi privati, favoriti da inflazione ai minimi e da politiche rivolte a sostenerli, e della spesa pubblica effettuata in vista delle elezioni presidenziali dello scorso marzo. Gli ultimi indicatori congiunturali delineano un rallentamento nel secondo trimestre, con la produzione industriale che in aprile è aumentata dell'1,3% annuo, dal +2,0% in marzo, ma con le vendite al dettaglio che sono balzate del 10,4% annuo (dal +11,3% in marzo). Segnali positivi arrivano anche dal PMI manifatturiero a 53,2 in maggio, da 52,1, il valore più elevato dal marzo 2011. Il paese contribuisce per il 3,0% alla formazione del PIL mondiale e per il 6,2% al PIL degli emergenti.

I nuovi mercati dell'Europa centrale sono in decelerazione, accomunati dall'elevato contributo dell'export alla crescita e dalla domanda interna debole. Nel primo trimestre 2012 il PIL di Ungheria e Repubblica Ceca ha registrato cali (-1,4% e -0,7% annui) e le difficoltà continueranno per tutto l'anno. I forti legami commerciali e finanziari stanno trasmettendo a queste economie gli impulsi recessivi provenienti dall'Eurozona. Dal 2013 si potrà osservare un miglioramento. In Romania, dopo il +2,5% del PIL nel 2011, quest'anno si osserva una decelerazione (+0,3% annuo nel primo trimestre 2012), ma i risultati del risanamento economico iniziato nel 2009 sotto la supervisione di UE, FMI e Banca mondiale stanno rendendo l'economia più solida e meno dipendente dal contesto internazionale: il 2012 registrerà, secondo le stime del CSC, un avanzamento del PIL pari all'1,2% e il 2013 un +1,3% (valori inferiori a quelli previsti in dicembre, a causa del deterioramento della situazione nell'Eurozona).

Anche le repubbliche Baltiche sono in frenata, seppur meno accentuata perché stanno ancora recuperando le perdite della crisi. I Balcani scontano l'elevata dipendenza dalla domanda proveniente dall'UE e sono in difficoltà. La Croazia, dopo la stagnazione nel 2011 e la recessione nei due anni precedenti, ha sperimentato un nuovo arretramento del PIL nel primo trimestre 2012 e per l'intero anno se ne prevede una diminuzione dell'1%; non ci sono i presupposti per una ripresa sostenuta: considerato il peggioramento delle previsioni per i suoi due principali partner commerciali, Italia e Germania, il PIL croato crescerà nel 2013 intorno allo 0,5%.

#### Politiche espansive in Brasile

In America Latina, il Brasile (2,9% del PIL mondiale e 6,0% di quello degli emergenti) ha chiuso il 2011 con una crescita del PIL del 2,7%, inferiore al 3,7% medio annuo del decennio precedente, e ha aperto il 2012 con una dinamica al di sotto alle attese: +0,8% annuo. Secondo le stime del CSC, l'anno corrente si concluderà, però, con un +3,2% e il 2013 registrerà un +4,2% (stime simili a quelle pubblicate in di-

cembre). Si faranno sentire gli effetti delle politiche monetarie espansive, con la Banca centrale che continuerà a tagliare i tassi di interesse di riferimento, ora giunti all'8,5%, il minimo storico, e degli investimenti necessari per i Mondiali di calcio del 2014 e per le Olimpiadi del 2016. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti: la produzione industriale in aprile ha registrato per l'ottavo mese consecutivo un calo su base annua, con un -2,9%, peggiore del -1,9% di marzo, mentre le vendite al dettaglio sono cresciute del 6,1% tendenziale (+12,5% in marzo). Il PMI manifatturiero in maggio è rimasto stazionario a 49,3, ma le componenti degli ordini e della produzione sono calate e rimaste in territorio recessivo. Le autorità monetarie hanno ancora spazio per intervenire giacché l'inflazione è stata del 5,0% annuo in maggio, il minimo da oltre due anni, e ampiamente all'interno della fascia obiettivo della Banca centrale (2,5-6,5%).

Il Messico è cresciuto nel 2011 del 4,0% (in linea con le previsioni del CSC), in decelerazione dopo il +5,5% del 2010. Il PIL del primo trimestre ha registrato un +4,6% e si prevede che chiuda il 2012 con un aumento del 3,7%, che verrà quanto meno replicato nel 2013. Il paese continua a seguire gli andamenti del suo maggior partner commerciale, gli Stati Uniti.

#### **Ancora incertezza in Nord Africa e Medio Oriente**

La maggior parte dei paesi del Nord Africa e del Medio Oriente sta attraversando una delicata fase di incertezza politica. Nel 2011 l'area ha registrato un avanzamento del PIL del 3,5%, ben al di sotto del 5% medio annuo della prima decade 2000. Per quest'anno e il successivo il CSC stima una crescita intorno al 4% annuo. Nell'orizzonte di previsione molti paesi saranno impegnati a ripristinare la stabilità economica e dovranno allo stesso tempo fare i conti sia con l'andamento dei prezzi del petrolio sia con l'Europa in frenata. Dalla fine del 2013 è atteso un generale ritorno alla normalità che permetterà alle relazioni commerciali, temporaneamente inibite dai sommovimenti politici, di riprendere il trend espansivo, anche grazie all'eliminazione dei dazi tra i paesi mediterranei a partire da quest'anno. I paesi esportatori di materie prime continuano a beneficiare dei prezzi sostenuti delle commodity, sebbene in diminuzione.

#### **L'Africa continua a crescere**

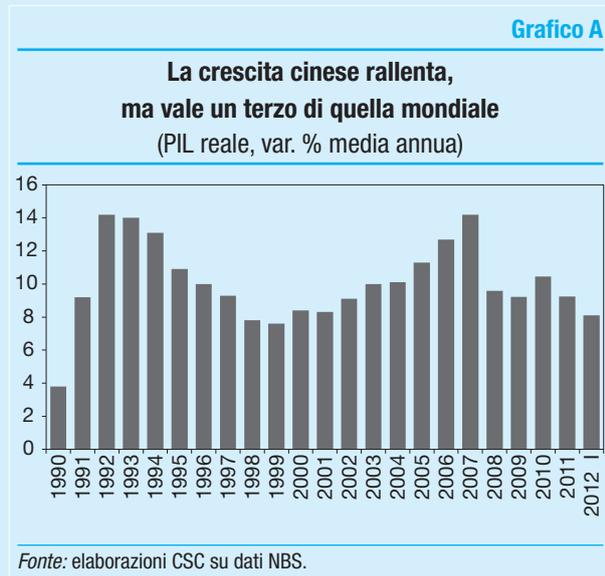
L'Africa sub-sahariana ha registrato nel 2011 un'altra crescita sostenuta (+5,1% il PIL) ed è la regione più immune dal rallentamento globale. Il PIL continuerà ad avanzare nel 2012 e 2013 a ritmi superiori al 5%. L'area contribuisce per il 5% alla formazione del prodotto degli emergenti e per il 2,5% a quello globale. Il Sudafrica, la sua principale economia, dopo aver chiuso il 2011 con un incremento del 3,1% del PIL, continuerà a crescere a tassi intorno al 3,0% annuo.

## Crescita cinese più lenta, costretta da nodi irrisolti

La locomotiva cinese rallenta, ma continuerà a essere la principale fonte di crescita per l'economia mondiale. Il dragone sta entrando in una fase più matura di sviluppo e il suo ritmo di espansione si abbassa fisiologicamente. L'obiettivo minimo di avanzamento del PIL nel 2012, fissato da Pechino al 7,5%, rappresenta l'incremento annuo più basso dal 1990 e inferiore al 10,2% medio conseguito dal 2000 in poi (Grafico A). Ma pur così ridotta, la dinamica della Cina contribuirà comunque a un terzo della crescita globale di quest'anno stimata

dal Fondo monetario al 3,5%, grazie all'aumento del peso dell'economia cinese sul PIL mondiale (14,3% nel 2011; era al 7,1% nel 2000). La crescita del paese si basa su alcuni forti capisaldi e ciò ne impedisce il deragliamento. Tuttavia, vi sono alcuni nodi da sciogliere per renderla più solida attraverso il riequilibrio delle componenti della domanda.

La crescita cinese dei prossimi anni proverrà in misura sempre maggiore dalle regioni centrali e occidentali, che continueranno il processo di convergenza verso i livelli di PIL pro-capite già raggiunti dalle zone costiere, le più sviluppate, come fortemente voluto dal Governo attraverso la *go west policy*. Il loro sviluppo deriva dallo spostamento della produzione verso aree più competitive in termini di costo del lavoro (Grafico B), come già è accaduto in passato, dal Giappone alla Corea, poi a Taiwan e Hong Kong e, infine, alla Cina costiera. Le aree interne del paese già da metà anni 2000 crescono più velocemente di quelle della costa e il loro peso economico sta aumentando: nel 2010 aveva raggiunto il 45% del PIL, dal 42% del 2009<sup>1</sup>. Il ritmo medio nazionale di crescita del PIL sarà più lento ma la varianza tra le province rimarrà elevata, giacché molte di esse continueranno ad avanzare a ritmi a due cifre nei prossimi anni, offrendo nuove opportunità alle imprese, in termini di localizzazione della produzione e di ampliamento dei mercati di sbocco.



<sup>1</sup> Per dettagli sulla crescita delle principali province cinesi si veda pag. 68. Per approfondimenti sulle loro caratteristiche economiche si veda Scenari economici n. 10, dicembre 2010.

Grafico B

**Nelle province centrali il lavoro costa meno**  
(Salari minimi mensili nelle province cinesi, yuan 2011)

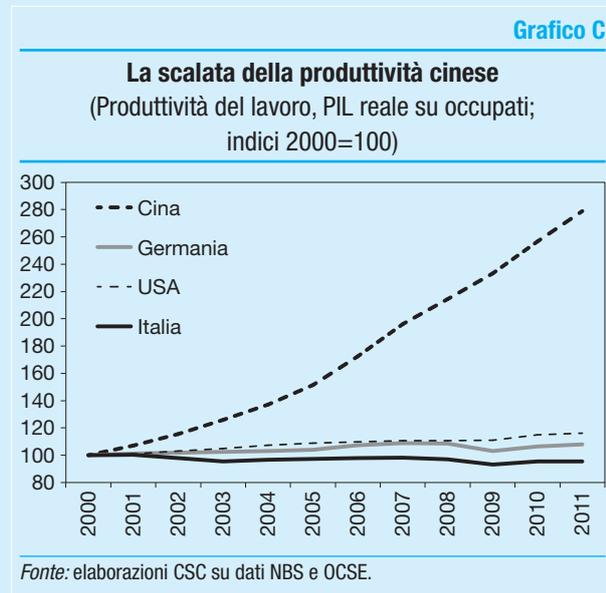


Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Insight.

Un'altra fondamentale e solida fonte di sviluppo nei prossimi anni, questa volta estesa in tutto il paese, è l'inarrestabile processo di urbanizzazione: oltre dieci milioni di cinesi ogni anno si spostano dalle campagne alle città, attivando nuova spesa in infrastrutture

e domanda di alloggi e contribuendo all'aumento del monte-salari e allo sviluppo della classe media. Si stima che entro il 2020 vi saranno almeno 100 milioni di nuovi residenti nei centri urbani, per un totale di 750 milioni e ciò porterà la popolazione a superare il milione di abitanti in quasi 200 città<sup>2</sup>.

Una terza importante fonte di crescita continuerà a essere costituita dall'aumento della produttività: negli ultimi quarant'anni la produttività del lavoro, calcolata come rapporto tra PIL a prezzi costanti e occupati, è cresciuta del 1.500% e dal 2005 al 2011 dell'84%, a un tasso medio annuo del 10,7% (Grafico C). Ciò è stato determinante nel generare le risorse per i forti aumenti delle retribuzioni, conservando la competitività cinese, e il processo non è destinato ad arrestarsi.



Tutto ciò non toglie che il modello di crescita cinese sia diventato inadeguato rispetto allo stadio di sviluppo raggiunto dall'economia. Il paese deve affrontare una serie di nodi strutturali che frenano la crescita e che nel medio termine potrebbero minare la stabilità sociale, condizione necessaria per la legittimazione del potere politico. Del resto tutti i paesi che navigano verso la maturità economica sono soggetti a importanti fasi di transizione e di discontinuità in cui le poste in gioco sono alte e gli aggiustamenti non indolori. È già successo negli anni Sessanta in Giappone e nei Settanta in Corea del sud, Taiwan e Hong Kong.

Il primo di questi nodi si sta già risolvendo: il surplus di parte corrente cinese si è ridotto attestandosi su livelli più sostenibili nel lungo periodo: nel 2011 è stato di 201 miliardi di dollari, il 2,8% del PIL, la percentuale minore dal 2002 (e in termini monetari è stato inferiore a quello tedesco). Metà del calo del surplus, avvenuto dal 2007 al 2011, è attribuibile al peggioramento delle ragioni di scambio causato dall'aumento dei prezzi delle importazioni (soprattutto materie prime), cresciuti più di quelli delle esportazioni.

Un secondo nodo da sciogliere resta, invece, lo sbilanciamento nella domanda interna tra consumi e investimenti (Grafico D). I secondi sono stati negli ultimi anni il vero traino

<sup>2</sup> Stime China Monitor, Global Insight.

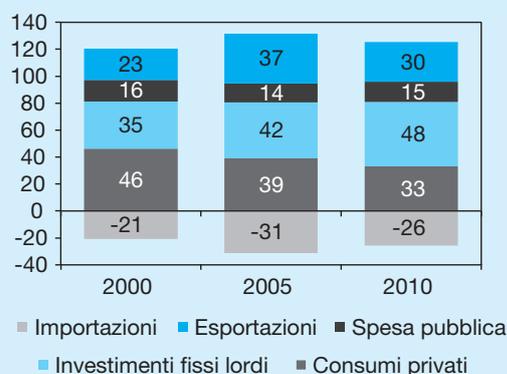
dell'economia cinese: le spese per impianti, macchinari, edifici, infrastrutture hanno rappresentato il 48% del PIL nel 2010 (ultimo dato disponibile), mentre le esportazioni, che nel 2006 avevano raggiunto il picco del 39%, ora incidono molto meno (30% nel 2010). I consumi delle famiglie, che in teoria dovrebbero essere lo scopo ultimo dell'attività produttiva, contano soltanto per un terzo del PIL. Ciò non significa che la Cina non debba più investire, ma che le politiche economiche dovrebbero spingere l'aumento dei consumi più di quello

degli investimenti, come già indicato chiaramente nelle direttive del dodicesimo Piano quinquennale. La spesa per investimenti non risulta squilibrata rispetto alla mole dei risparmi, che è elevatissima: 51% del PIL nel 2010. Inoltre la dotazione di beni capitale pro-capite è ancora molto bassa: pari a un quarto di quella degli Stati Uniti, se calcolata a PPA. Ad esempio, nonostante il mercato immobiliare traballi, perché i prezzi sono saliti molto e ci sono tante abitazioni invendute, c'è un alto fabbisogno insoddisfatto di case: nel 2010 c'erano circa 150 milioni di alloggi nei centri urbani, 85 milioni meno del numero di famiglie urbane residenti. D'altro canto, il peso dei consumi sul PIL è in calo da dieci anni, nonostante essi siano aumentati in Cina più che in tutti gli altri principali paesi mondiali.

Bisogna considerare, però, che i consumi si adeguano alle variazioni del reddito con un certo ritardo temporale; ciò perché le intenzioni di spesa si formano sulla base delle abitudini che si sono radicate in passato, plasmate da una cultura contadina parsimoniosa, con pochi bisogni da soddisfare e lenta da mutare, e sono dettate dalle attese ex-ante sul livello futuro del reddito, attese che nelle fasi di forte sviluppo vengono sistematicamente superate dalla crescita effettiva del reddito stesso e producono così un tasso di risparmio involontariamente molto più elevato del programmato. Un fenomeno che si è già osservato, per esempio, in Italia negli anni del boom economico. Quindi, così come la crescita dei consumi è salita in passato più lentamente di quella dei redditi, generando a posteriori un'elevata propensione al risparmio, allo stesso modo avverrà l'opposto negli anni a venire. In conseguenza della minore crescita del PIL, l'aumento dei redditi frenerà ma quello dei consumi molto meno, o affatto, e così il loro peso sul PIL aumenterà.

Grafico D

### Il PIL cinese è formato per quasi la metà da investimenti (Pesi % sul PIL nominale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Insight.

Questa forma di aggiustamento da sola non è tuttavia sufficiente a ribilanciare le componenti della domanda interna. Per favorire un sostanziale e stabile aumento dei consumi è necessario continuare a rafforzare la rete di sicurezza sociale (sanità e pensioni), le cui carenze accentuano le motivazioni previdenziali e precauzionali del risparmio. Secondo la Banca mondiale, la Cina spende il 5,7% del PIL in reti di protezione sociale, rispetto al 12,3% medio dei paesi emergenti nella stessa fascia di reddito pro capite. Molti studi dimostrano che una maggiore spesa sociale favorirebbe i consumi, diminuendo proprio l'elevato risparmio precauzionale: si stima che un aumento di un punto percentuale della quota della spesa sociale sul PIL, diviso equamente tra sanità, istruzione e pensioni, porterebbe a un aumento dell'incidenza dei consumi delle famiglie sul PIL di 1,25 punti percentuali<sup>3</sup>. Inoltre, secondo altri calcoli, nelle aree urbane ogni yuan aggiuntivo speso dal Governo per la sanità pubblica libererebbe due yuan di spesa per consumi<sup>4</sup>.

Un terzo nodo da sciogliere riguarda il sistema bancario. Le misure di stimolo dell'economia per far fronte alla crisi hanno innescato un boom creditizio: dal 2008 al 2009 i prestiti bancari alle imprese sono balzati dal 103,7% del PIL al 127,2%, un aumento di 23,5 punti in un anno, attestandosi al 130,0% del PIL nel 2010 (fonte FMI; per la Cina, questo dato include i prestiti alle imprese statali). Tale livello è sì inferiore a quello degli Stati Uniti e del Giappone (200,7% e 169,3% nel 2010), ma superiore a quello di Francia, Germania e Italia (114,4%, 107,8% e 122,0%). Inoltre, un salto così pronunciato e concentrato nel tempo non è ripetibile e può causare squilibri finanziari. Tuttavia vi sono due grandi peculiarità, rispetto agli altri paesi, che rendono il sistema bancario cinese più resistente, paradossalmente per gli stessi motivi per cui risulta inefficiente: primo, la Cina può contare su un elevatissimo numero di risparmiatori che non possono indirizzare altrove i propri capitali, in termini sia di intermediari sia di paesi in cui investire (in ciò ricorda molto l'autarchia finanziaria dell'Italia negli anni 70 e 80); secondo, nessun credito incagliato diventa perdita se non se ne chiede il rimborso, quindi è poco probabile che lo Stato, che possiede sia le banche creditrici sia le imprese pubbliche debentrici, inneschi tale meccanismo.

Ciò non toglie che il sistema vada profondamente riformato, come più volte ribadito dall'attuale leader politico, Wen Jiabao. Il governo sta muovendo alcuni primi passi riformatori, ad esempio introducendo una graduale liberalizzazione del tasso di interesse sui depositi bancari, attualmente vincolato a un determinato tetto. Se questo tetto fosse innalzato, le piccole banche avrebbero più spazio per offrire condizioni migliori ai risparmiatori, spiazzando in parte le grandi. In Cina, la ricerca di rendimenti più elevati ha spinto i risparmiatori più abbienti a investire nei cosiddetti "prodotti di gestione della ricchezza",

<sup>3</sup> Si veda Emanuele Baldacci *et al.*, FMI, 2010.

<sup>4</sup> Si veda Steven Barnett e Ray Brooks, FMI, 2010.

particolari strumenti di risparmio a breve termine che offrono una migliore remunerazione del capitale; alla fine del primo trimestre 2010, questi prodotti ammontavano a 10,4 trilioni di yuan, pari al 12% dei depositi. La loro recente proliferazione (con il benessere della Banca centrale) sta di fatto anticipando la liberalizzazione dei tassi di interesse.

L'ultimo, e forse più importante, nodo da sciogliere passa attraverso il cambio di *leadership* che avverrà il prossimo ottobre. Ogni dieci anni avviene il passaggio di consegne a un nuovo leader. In genere ciò accade dietro le quinte, ma la recente vicenda di Bo Xilai, il governatore del Chongqing rimosso dall'incarico e allontanato dal partito per le sue posizioni neo maoiste, in netto contrasto con le tesi prevalenti dell'ala riformatrice, ha richiamato l'attenzione internazionale sul processo di transizione politica. Stando alle dichiarazioni della classe dirigente al potere, i futuri leader verranno scelti in una rosa di candidati che negli ultimi anni si sono distinti in particolare per aver portato avanti importanti riforme di liberalizzazione e ammodernamento del mercato (mentre in precedenza il criterio di selezione era basato sui risultati ottenuti nelle dimensioni della crescita del PIL). Se ciò effettivamente si realizzerà, i nuovi leader, consapevoli della svolta storica che sono chiamati a guidare, attueranno cambiamenti strutturali in parte sgraditi all'élite che detiene il potere economico, ma che nel medio periodo produrranno benefici generalizzati. Tuttavia, fino a ottobre non si saprà quale corrente del partito prevarrà nel costituire la nuova *leadership*.

Sarà dunque fondamentale nei prossimi mesi osservare i segnali, anche deboli, provenienti sia dall'economia sia dalla politica. Per esempio, a fine maggio ha destato sospetto la perdita di valore del renminbi rispetto al dollaro, probabilmente causata da un deflusso di capitali. Per ora il processo di indebolimento del cambio si è arrestato ma resta da monitorare. Importanti sono state, come detto sopra, anche le ripetute dichiarazioni dell'attuale leader, Wen Jiabao, sulla necessità di riformare il sistema bancario; l'arduo compito sarà lasciato però alla prossima *leadership*, la sesta in ordine temporale. Inoltre, in maggio il governo ha annunciato un pacchetto di stimoli fiscali che ha le stesse caratteristiche di quello del 2009-10, ma è di ammontare molto più contenuto (per ulteriori dettagli su queste misure si rimanda a pag. 67). Infine, lo scorso 7 giugno i tassi di interesse sui depositi e sui prestiti a un anno sono stati ridotti di 25 punti base, primo taglio dal 2008. Questi ultimi tre elementi rappresentano una conferma che il governo è consapevole che l'unica strada per preservare la stabilità sociale è mantenere elevata la crescita economica. Bisognerà, però, aspettare l'autunno per valutare le reali volontà e capacità politiche di migliorare le condizioni di vita di gran parte della popolazione. Miglioramento che, come hanno dimostrato le crescenti e sempre più diffuse e aperte proteste, talvolta sfociate in vere e proprie rivolte, non passa per il solo aumento del PIL ed è condizione necessaria per garantire la pace sociale.

**Petrolio: prezzi in calo, ma ancora alti** Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent a 110 dollari al barile in media nel 2012 (-1,4% rispetto ai 111,6 dollari del 2011). Ciò sconta un assestamento delle quotazioni poco sopra i valori correnti nella seconda metà dell'anno. Nel 2013 le quotazioni si posizioneranno in media attorno ai 100 dollari.

Negli ultimi mesi il prezzo del Brent ha registrato un brusco calo. A giugno si è portato in media a 96,9 dollari (89,4 la quotazione del 25 giugno), dai 124,7 toccati a marzo in seguito allo shock-Iran,

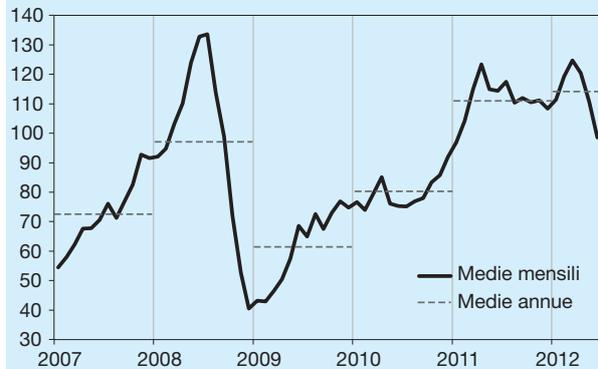
che ha minacciato la chiusura dello stretto di Ormuz al transito delle petroliere. Il calo ha riportato le quotazioni sotto i valori di fine 2011 (108,3 a dicembre; Grafico 1.24). Questa flessione è in buona parte risultato dell'acuirsi della recessione in Eurolandia, che abbassa le prospettive di crescita dell'economia mondiale e quindi della domanda di greggio, e dei disinvestimenti finanziari, in sintonia con l'andamento delle Borse azionarie.

Le quotazioni correnti restano storicamente molto elevate (sebbene ben sotto al picco di 145,6 dollari raggiunto nel luglio 2008). Il prezzo medio registrato nella prima metà del 2012 (115,8 dollari) è più elevato di quello del 2011 e molto sopra i 97,3 dollari dello stesso 2008.

**L'offerta di greggio supera la domanda** La flessione delle quotazioni petrolifere nasce da vari fattori. Primo, la crescita della domanda mondiale di greggio nel 2012 è stata ripetutamente rivista al ribasso negli ultimi mesi. La *Energy Information Administration* (EIA) a giugno ha previsto un aumento di 0,8 milioni di barili al giorno (mbg), a 88,8, rispetto ai +1,4 mbg stimati a dicembre. Un incremento della domanda è atteso nei soli paesi emergenti (+1,2 mbg, di cui +0,4 mbg in Cina), mentre è in calo la richiesta negli avanzati (-0,4 mbg). L'EIA si attende una maggior crescita della domanda mondiale nel 2013 (+1,1 mbg, a 89,9 mbg). Anche il prossimo anno l'incremento verrà, però, solo dagli emergenti (di cui +0,4 mbg in Cina), a fronte di una stabilità di quella dell'OCSE. Secondo fattore: il balzo dell'offerta (+2,1 mbg in media nel 2012, secondo l'EIA), che quest'anno supererà la domanda. Cresce l'estrazione non-OPEC: +0,8 mbg, in particolare negli USA (+0,8 mbg) grazie al greggio non convenzionale, mentre degrada lentamente quella del Mare del Nord (-0,1). Nel 2013 l'estrazione non-OPEC salirà di altri 1,2 mbg (USA +0,4). La produzione OPEC crescerà anche di più nel 2012: +1,2 mbg. In Libia è risalita più rapidamente del previsto: a 1,4 mbg a maggio, non lontani dagli 1,7 mbg pre-bellici. L'Arabia Saudita si mantiene su alti

Grafico 1.24

**Petrolio: quotazioni giù, ma ancora alte**  
(Dollari per barile, Brent)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

livelli: 9,8 mbg (picco a 10,0 in marzo). In Iran si registra, invece, un lento declino dell'estrazione (3,1 mbg a maggio da 3,7 a settembre 2011), causato da penuria di investimenti e difficoltà nell'export, a seguito delle sanzioni occidentali. Nel complesso, l'offerta del Cartello è salita molto: 30,9 mbg a maggio da 29,8 nell'ottobre 2011. Questo aumento sta alimentando tensioni tra i due principali paesi membri dell'OPEC: l'Arabia Saudita valuta positivamente il calo del prezzo poco sotto i 100 dollari, livello che è il suo nuovo obiettivo dichiarato, per non danneggiare la ripresa mondiale, e quindi vorrebbe tenere l'offerta ai livelli attuali; l'Iran invece chiede una riduzione della produzione, per far risalire il prezzo. Per il 2013 lo scenario più probabile è di marginale riduzione dell'offerta OPEC (-0,3 mbg). Il proseguimento del declino strutturale dell'offerta iraniana non sarà compensato dall'aumento della produzione negli altri paesi. Questo basterà a tenere in equilibrio il mercato, evitando un aumento delle scorte, visto il parallelo incremento dell'estrazione non-OPEC.

In media nel 2012 il mercato fisico mondiale registrerà un surplus d'offerta di 0,3 mbg. Nel 2013 la produzione mondiale coprirà esattamente la domanda. Secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE caleranno di poco: -39 milioni di barili da maggio 2012 a fine 2013, pari al -1,5%, pur con ampie oscillazioni data l'elevata stagionalità della domanda. A dicembre 2011 si prevedevano, invece, stock in forte diminuzione. Il mercato quindi è e resterà in equilibrio.

D'altronde, le stesse quotazioni elevate osservate negli ultimi anni hanno incoraggiato investimenti in petrolio non convenzionale (*shale oil* negli USA). Progetti di cui si vedono già i frutti, con una produzione in significativo aumento. Ma questo tipo di greggio ha costi di estrazione più elevati e ciò tiene alti i prezzi.

Un altro fattore che sostiene i prezzi è che la capacità inutilizzata OPEC rimane bassa (2,3 mbg a maggio, contro i 4,4 mbg di fine 2009), sebbene molto sopra il minimo di 0,9 mbg toccato nel luglio 2008. Il Cartello può aumentare rapidamente l'estrazione di un ammontare pari appena al 2,6% della produzione corrente. Il mercato è, dunque, vulnerabile a nuovi shock d'offerta. Il cuscinetto disponibile OPEC è previsto ampliarsi a 2,9 mbg a fine 2012 e a 3,5 mbg a fine 2013, un livello appena più rassicurante.

Nel mercato energetico, infatti, resta elevato il rischio di un rialzo dei prezzi, a causa della perdurante incertezza sull'evoluzione delle tensioni con l'Iran. Queste potrebbero portare a bruschi cali della disponibilità di greggio iraniano, per un ammontare molto vicino alla capacità inutilizzata OPEC. A rischio di blocco però è anche l'export degli altri paesi del Golfo.

I flussi in entrata e uscita di capitali finanziari nel mercato del greggio restano un importante fattore moltiplicativo delle oscillazioni dei prezzi. Rincari e riduzioni delle quotazioni risultano maggiori rispetto a quanto sarebbe determinato dai soli andamenti di domanda

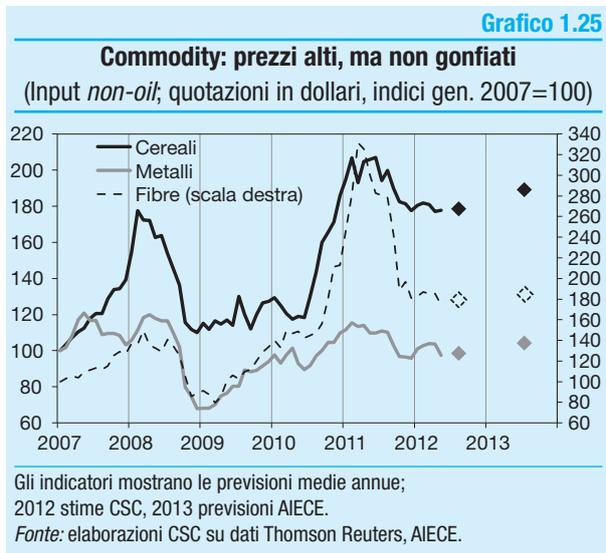
e offerta. In particolare, il calo dei prezzi registrato da marzo 2012 è spiegato anche dall'uscita di capitali speculativi in precedenza investiti nel petrolio, sulla scia del deterioramento delle prospettive economiche e del crescere dell'incertezza dello scenario.

### Input non-oil: prezzi giù nel 2012, su nel 2013

Negli ultimi mesi le quotazioni in dollari di molte materie prime non energetiche si sono ridotte. In particolare, -6,2% da febbraio le commodity alimentari e -3,1% quelle non alimentari (indici CSC in dollari). Tra le prime, i cereali hanno registrato un -2,2%. Tra le seconde, le fibre hanno segnato un -6,8% e i metalli un -6,3% (Grafico 1.25). Già lo scorso anno si erano avute correzioni dei prezzi (specie per le fibre), rispetto ai record d'inizio 2011. I corsi restano comunque su livelli storicamente elevati. In particolare, le commodity sono molto più care rispetto al minimo toccato a inizio 2009, che favorì la successiva ripresa dell'economia nei paesi avanzati.

Lo scenario CSC assume che nella seconda metà di quest'anno si abbia un assestamento dei prezzi intorno ai valori attuali, come risultato netto della brusca frenata della domanda in molti paesi avanzati e del proseguimento della crescita, seppur a ritmo più lento, di quella negli emergenti. Nella media del 2012, comunque, le quotazioni registreranno tutte un calo, già acquisito: l'AIECE prevede una riduzione dell'8% per l'insieme dei prezzi degli input non energetici. Il calo maggiore si ha per i metalli (-15%) e per le commodity *non-food* di origine agricola (-11%), meno forte per quelle alimentari (-6%). In generale, le quotazioni sono moderate dalla frenata della domanda mondiale, mentre l'offerta fatica a espandersi. Le condizioni, però, differiscono non poco nei diversi mercati. In alcuni la produzione ha superato le richieste (ad esempio, per il cotone e per i minerali di ferro). Viceversa, in altri mercati l'offerta non riesce a soddisfare appieno la domanda (mais).

Nel 2013 la tendenza della domanda s'inverterà e i prezzi ricominceranno a salire, sebbene di poco: +6% per gli input alimentari, +4% per le altre materie prime di origine agricola, +5% per i metalli (+6% il totale dei prezzi *non-energy*; stime AIECE). Il continuo aumento della domanda dei paesi emergenti (anche in seguito all'aumento della loro popolazione) spinge i consumi mondiali. Sarà affiancato l'anno prossimo dalla ripresa dell'assorbimento delle economie avanzate. I prezzi di alcuni cereali (soprattutto il mais), utilizzati per la pro-



duzione di *bio-fuel* dati i prezzi ancora alti del greggio, risentono di una domanda addizionale. In conseguenza di tutto ciò, le scorte sono previste a livelli molto bassi in confronto alla domanda mondiale, specie nei mercati di vari prodotti agricoli. Questo sostiene i prezzi. Lo *United States Department for Agriculture* (USDA) prevede scorte di mais in marginale aumento, al 17,0% del consumo mondiale nella stagione 2012/2013, su livelli che restano molto bassi (pari a circa due mesi di consumi) e ancora sotto il 18,8% del 2008/2009. Gli stock di grano sono stimati in calo al 27,2% nel 2012/2013 (pari a poco più di tre mesi), rispetto al 28,3% di quest'anno.

**USA a passo lento** La ripresa USA prosegue ma sta perdendo progressivamente vigore. Nel primo trimestre 2012 il PIL è aumentato a un tasso annualizzato dell'1,9%, contro il 3,0% del quarto trimestre 2011. Ancora una volta è stata la spesa delle famiglie, per consumi (+2,7%) e investimenti in abitazioni (+19,3%), a sostenere la crescita. È invece calata ulteriormente la spesa pubblica in beni e servizi (-3,9%, dopo il -4,1% del quarto trimestre 2011) e sono sensibilmente rallentati gli investimenti delle imprese in nuovi impianti (-3,3%). È rimasto leggermente negativo il contributo del settore estero (-0,1%): alla buona performance delle esportazioni (+7,2%) si è infatti accompagnata una quasi altrettanto rapida ripresa delle importazioni (+6,1%), trainate dalla domanda interna (+1,8%).

Per i prossimi trimestri si profila uno scenario di crescita moderata, con il rischio concreto di correzioni al ribasso. Pesano sull'economia USA le incertezze legate a un ulteriore deterioramento della situazione economica e finanziaria in Europa e quelle sulle decisioni del Congresso riguardo al bilancio federale. La recessione europea, il rallentamento della domanda interna nei paesi emergenti e l'apprezzamento del dollaro hanno già frenato la crescita delle esportazioni americane; e si stanno aggravando i timori per le ripercussioni della crisi finanziaria europea sul sistema bancario e sulla fiducia degli operatori.

**L'incognita del fiscal cliff** L'avvicinarsi del "baratro fiscale" (*fiscal cliff*) sta inoltre già influenzando le decisioni di spesa di famiglie e, specialmente, imprese. A fine anno, andranno in scadenza vari provvedimenti di bilancio di sostegno temporaneo all'economia. A legislazione vigente, dunque, da gennaio 2013 scatterà un aggiustamento del bilancio pubblico stimato pari a circa il 5,1% del PIL. L'incognita sul quando e su quali leve, in termini di aumenti di imposta o riduzioni di spesa, il Congresso utilizzerà per far fronte all'esigenza di risanamento dei conti pubblici non può non riflettersi su investimenti e creazione di posti di lavoro. Il dibattito al Congresso si protrarrà probabilmente a lungo, e nel frattempo riaffiorerà anche la questione dell'innalzamento del tetto del debito. Eventuali ritardi e indecisioni da parte del Congresso (simili a quelli dell'estate scorsa) farebbero lievitare i costi in termini di crescita economica e aumenterebbero significativamente i rischi di una nuova recessione. Nell'ipotesi di una ricomposizione favorevole della crisi europea e di un almeno parziale compromesso *bipartisan* sulle misure di aggiustamento del bilan-

cio federale, dopo un ulteriore rallentamento nella seconda metà di quest'anno, il PIL americano dovrebbe tornare ad accelerare nel corso del 2013. Su base annua, la crescita risulterà in media pari all'1,9% nel 2012 e al 2,1% nel 2013 (Grafico 1.26).

### Resta debole il mercato del lavoro...

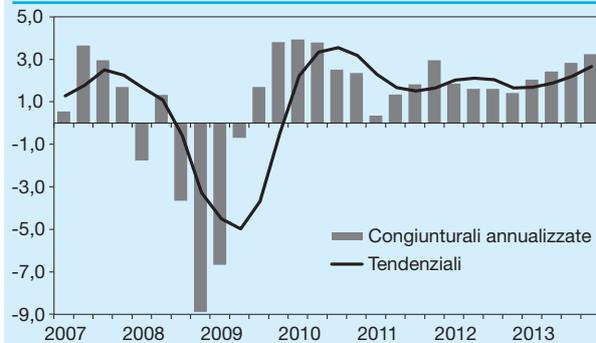
I dati congiunturali più recenti e le indicazioni che provengono dalle indagini condotte presso consumatori e imprese confermano la fragilità della ripresa americana. A maggio, l'occupazione

non agricola è aumentata di appena 69mila unità e sono stati rivisti sensibilmente al ribasso anche i dati dei mesi precedenti. La creazione di nuovi posti di lavoro è così passata da una media mensile di circa 250mila unità tra dicembre 2011 e febbraio 2012 alle 74mila dei tre mesi più recenti, un rallentamento in linea con la decelerazione del PIL. Il tasso di disoccupazione è leggermente salito, dall'8,1% della forza lavoro all'8,2%. In diminuzione a maggio anche le ore lavorate (-0,2% su aprile) e deludente l'andamento dei salari (+0,1%; +1,7% rispetto a maggio 2011, ben al di sotto del +2,3% dei prezzi al consumo registrato nello stesso periodo). Le incertezze sugli sviluppi della domanda, interna ed estera, e sull'entità e le modalità dell'aggiustamento di bilancio previsto a fine anno rendono le imprese sempre più caute, inducendole a rinviare le decisioni di investimento e le assunzioni di personale fino a quando il quadro macroeconomico internazionale e interno non sarà diventato più chiaro. Ai ritmi di crescita attuali non è prevedibile un'accelerazione dell'aumento dei posti di lavoro nei prossimi trimestri. Al più, ci si può attendere una stabilità del tasso di disoccupazione, ma non il riassorbimento di milioni di disoccupati generati durante la grande recessione del 2008-2009. Si stima, infatti, che una crescita del PIL intorno al 2,0-2,5% sia appena sufficiente a mantenere l'aumento dell'occupazione in linea con quello della popolazione in età di lavoro.

La debolezza del mercato del lavoro fa prevedere un significativo rallentamento del ritmo di crescita dei consumi, come confermato dal deludente andamento delle vendite al dettaglio in maggio (-0,2% su aprile, -0,4% al netto delle auto). A partire da giugno 2010 e fino ad aprile 2012, infatti, a fronte di un aumento del reddito disponibile reale di appena l'1,4% cumulato, i consumi delle famiglie sono aumentati del 4,2%, con il risultato di una significativa contrazione del tasso di risparmio, sceso dal 5,8% al 3,4%. Una contrazione non sostenibile nel medio-lungo periodo e che contrasta con la necessità di molte famiglie, ancora

Grafico 1.26

### Resta fragile la ripresa americana (PIL, var. %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

pesantemente indebitate, di ripianare i bilanci familiari; una maggiore parsimonia è richiesta anche e principalmente dall'incertezza sull'evoluzione dell'economia e dalla contrazione dei patrimoni familiari. Secondo la FED, infatti, nel primo trimestre del 2012 la ricchezza netta delle famiglie americane, pur in aumento, era ancora al di sotto dei livelli di fine 2007. Al recupero dei valori mobiliari non si è finora accompagnato quello dei valori immobiliari (Grafico 1.27).

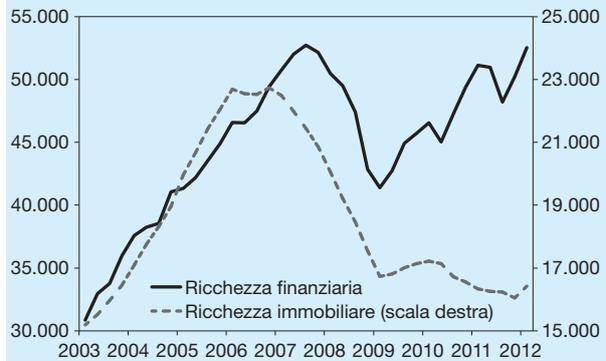
### ...e quello immobiliare

Resta, infatti, debole la domanda di abitazioni: secondo l'indice *Case-Shiller*, i prezzi delle case hanno toccato il fondo a gennaio 2011, tornando a crescere, sebbene leggermente, nei due mesi successivi (+0,2% a febbraio e +0,1% a marzo). Il crollo dei prezzi (-35% circa dal picco dell'aprile 2006) e dei tassi di interesse, ai minimi storici, rende l'acquisto di una casa estremamente conveniente. Ma le condizioni di accesso al credito continuano a essere molto rigide e frenano la ripresa. L'aumento delle vendite in aprile sia di case nuove (+3,3% su marzo) sia di quelle esistenti (+3,4%) conferma che il lento e graduale recupero in atto dalla fine dell'estate 2011 continua. Le vendite di abitazioni esistenti, in particolare, sono favorite dai prezzi estremamente vantaggiosi delle innumerevoli case pignorate e re-immesse sul mercato. Un completo recupero del settore potrà, tuttavia, avvenire soltanto con una ripresa sostenuta dei redditi e dell'occupazione, ingrediente necessario per ristabilire affidabilità e fiducia degli acquirenti.

Peggiorano le prospettive per gli investimenti. Gli ordini di beni durevoli alle imprese manifatturiere sono scesi dello 0,6% in aprile, dopo il calo ancora più pronunciato registrato in marzo (-2,1%). Preoccupa, in particolare, la riduzione per il secondo mese consecutivo degli ordini di beni capitali esclusa la difesa (-2,1%, dopo il -2,3% di marzo): ciò fa presumere un'ulteriore discesa degli investimenti in macchinari nel secondo trimestre (Grafico 1.28). Il PMI manifatturiero, calato in maggio a 53,5 da 54,8, ha confermato che

Grafico 1.27

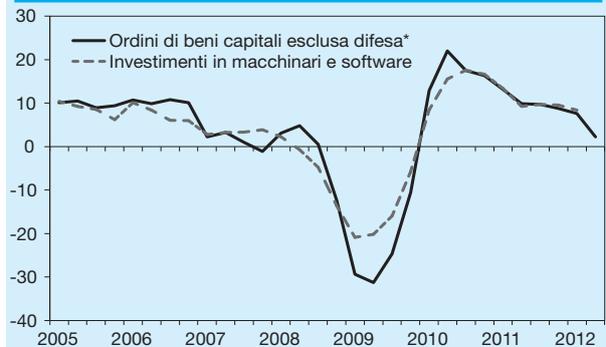
### USA: finita l'emorragia-case nella ricchezza (Miliardi di dollari, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Grafico 1.28

### Rallentano gli investimenti americani (Var. % tendenziali, a prezzi correnti)



\* Dato di aprile per il secondo trimestre 2012.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

l'espansione dell'attività nel settore prosegue a ritmi meno sostenuti. Preoccupa, tuttavia, il forte ridimensionamento della componente ordini esteri (53,5 da 59,0), che riflette l'indebolimento della domanda in molti mercati, specie in Europa ma anche negli emergenti. Inoltre, l'apprezzamento del dollaro, oltre a comportare un ampliamento del deficit commerciale, svantaggia in particolare, in termini di attività e profitti, l'industria, che è più dipendente dalla domanda estera. I minori costi degli input importati compenserebbero, ma solo in parte, l'erosione della competitività.

### La bolla immobiliare ha iniziato a sgonfiarsi anche nei Paesi Bassi. Quando in Francia?

Le bolle immobiliari sono ormai quasi tutte scoppiate, anche se in momenti differenti, e i prezzi delle case sono scesi e continuano a scendere piuttosto rapidamente in termini reali. Solo negli Stati Uniti danno segnali di stabilizzazione. Quelle bolle si erano gonfiate con straordinaria e non casuale sincronia a partire dalla seconda metà degli anni 90 nei principali paesi, avanzati e non. Con due grandi eccezioni: Germania e Giappone, dove altrettanto enormi bolle si erano avute negli anni 80 e nei primi 90, e quindi erano esplose prima. Soprattutto lo sfasamento tedesco è cruciale nel determinare, anche nei prossimi anni, le divergenze di crescita nell'Eurozona, visto che il sistema economico germanico sarà l'unico a ricevere una spinta anche dall'edilizia, la quale per gli altri agirà invece da freno. Tanto più in due fondamentali tasselli *core* dell'Area euro, cioè i Paesi Bassi e la Francia, nei quali le quotazioni delle abitazioni sono tuttora molto elevate rispetto all'esperienza passata, qualunque sia il metro utilizzato.

Nel caso olandese, hanno cominciato sì a scendere a partire dall'avvio del 2009 e hanno perso il 14,8% in termini reali dal picco, ma rimangono del 127% più elevate che nel 1990 (sempre al netto dell'inflazione): un'altezza che non ha eguali nelle altre economie. E sono del 36% sopra la media di lungo periodo in rapporto al reddito disponibile delle famiglie, i cui bilanci sono gravati da un debito elevatissimo, ancora rispetto ai loro redditi, tanto da essere del 117,4% superiore a quello delle statunitensi e del 76,7% a quello delle inglesi, entrambe considerate casi estremi di facile ricorso al prestito per sostenere le spese.

In Francia, invece, i valori delle abitazioni a fine 2011 erano rimasti prossimi al picco. Dunque, Oltralpe la bolla è ancora ben gonfia e la sua deflazione si ripercuoterà sulle prospettive di crescita della seconda economia dell'Eurozona; sebbene là il debito contratto dalle famiglie è a livelli meno patologici e preoccupanti.

L'implosione dei prezzi delle case, coniugata con famiglie molto indebitate, ha già dimostrato di essere una potente causa recessiva in USA, Irlanda e Spagna, anche attraverso le ripercussioni sui conti delle banche e sulla dinamica del credito. Graverà sulle prospettive

di crescita dell'Area euro, tolta la Germania, perché lascerà a lungo depresso il settore delle costruzioni. Ciò è tanto più vero in Italia, dove il reddito disponibile e le possibilità di risparmio delle famiglie sono da tempo penalizzate dalla bassa crescita, che intacca occupazione e retribuzioni reali, e dall'aumento della pressione fiscale, giunta a livelli record (45,1% del PIL nel 2012; 54,2% l'incidenza effettiva, al netto cioè del sommerso).

Insomma, anche le alterne vicende dei prezzi delle case contribuiranno ad allargare la forbice tra il dinamismo tedesco e la difficoltà di rilancio del resto di Eurolandia. Inclusi, questa volta, molti paesi considerati parte del suo nocciolo duro.

Negli Stati Uniti lo scoppio della bolla immobiliare, avvenuto all'inizio del 2007, un anno in anticipo rispetto ai paesi europei, non ha ancora del tutto esaurito i suoi effetti negativi sull'economia, anche se da qualche trimestre ha smesso di essere una zavorra che tirava giù la dinamica del PIL e dell'occupazione. Come è noto, la caduta dei prezzi delle abitazioni ha acceso la miccia della crisi finanziaria americana, perché ha generato enormi squilibri nei bilanci delle famiglie (il valore delle abitazioni essendo diventato inferiore, spesso di molto, ai mutui ipotecari accesi su di esse) e ha fatto emergere il castello di carte finanziarie (false) costruito sui prestiti *subprime* concessi dalle banche e poi cartolarizzati e venduti in tutto il mondo (i famosi titoli tossici). Non è, invece, ancora terminato il processo di rientro dal debito delle famiglie, reso più doloroso e insieme più impellente dal peggioramento del mercato del lavoro e delle prospettive reddituali, e il *deleveraging* delle banche.

Fenomeni che riguardano anche molte economie europee. Ovunque essi si stanno manifestando, ne è fortemente penalizzato il settore delle costruzioni, che invece aveva goduto di una forte espansione negli anni della bolla; il suo ridimensionamento appare destinato a durare a lungo. Gli investimenti residenziali, infatti, sono meno sensibili ai bassi tassi di interesse, fintantoché i prezzi sono attesi in caduta; la costruzione di nuove abitazioni rimane ancorata su livelli estremamente bassi, dato lo stock di immobili invenduti; le difficoltà occupazionali riducono la propensione delle famiglie a indebitarsi e a fare acquisti impegnativi, come quello dell'abitazione. Tutto ciò costituisce un potente freno alla crescita economica.

Proprio all'interno dell'Eurozona l'aggiustamento dei prezzi delle abitazioni è molto lontano dall'essersi concluso. In rapporto al reddito disponibile sono elevati in Spagna (25,1% sopra la media di lungo periodo, calcolata a partire dal 1970) e in Italia (11,3%; ma nel 2000 erano del 14,9% sotto); ma soprattutto, come detto, nei Paesi Bassi (+35,9%) e in Francia (+35,3%; Tabella A).

Dalla seconda metà degli anni 90 (nei Paesi Bassi all'inizio di quel decennio), i prezzi reali delle case hanno iniziato a salire, accelerando il passo nell'ultima fase della bolla, sia

al di là sia al di qua dell'Atlantico (Grafico A). Con un solo importante comportamento divergente: quello della Germania, che aveva vissuto la bolla immobiliare nel boom post Riunificazione e che successivamente è entrata in un lungo periodo di calo delle quotazioni. Nei Paesi Bassi i prezzi reali (cioè al netto dell'inflazione) sono saliti senza soluzione di continuità fino a tutto il 2008; in Francia, Italia e Spagna la bolla è cresciuta dalla fine degli anni Novanta fino al 2007, per poi scoppiare all'inizio del 2008. La fase post-bolla è stata meno uniforme. In alcuni paesi la caduta dei prezzi è stata di pari intensità a quella americana: dal quarto trimestre 2007, sono calati, in valore reale, a un tasso medio annuo del 7,3% in Spagna, del 7,5% in Grecia e addirittura del 14,0% in Irlanda. In Italia il calo è stato più contenuto: a un ritmo del 3,7%, ma non meno continuo. Simile a quella italiana in velocità, ma partita quasi un anno dopo, la contrazione olandese: -4,8% annuo.

Tabella A

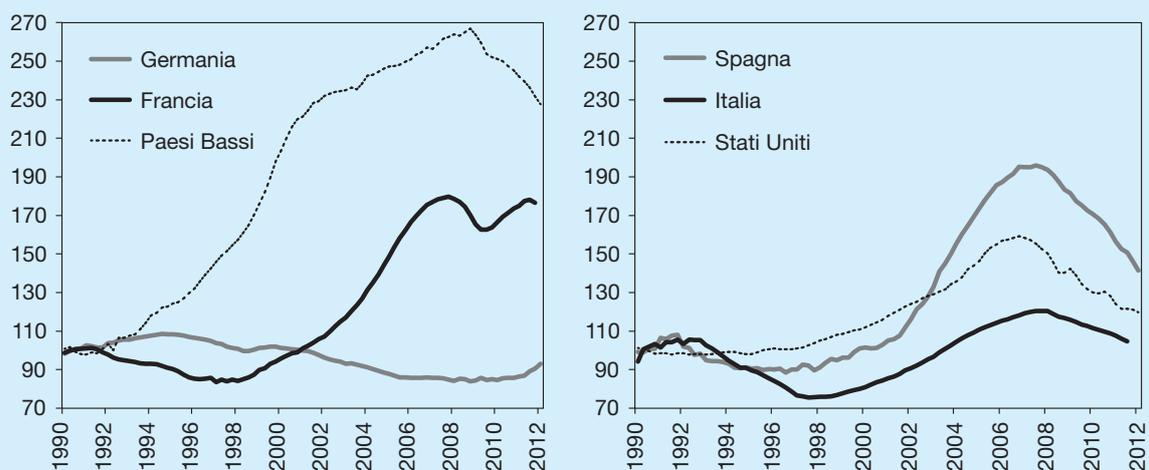
**Case: prezzi ancora troppo alti in molti paesi europei**  
(Rapporto prezzo/reddito, media di lungo periodo=100)

	2000	2007	Ultimo trimestre disponibile	
Stati Uniti	88,4	106,6	82,5	I 2012
Giappone	90,6	70,1	61,5	I 2012
Germania	93,7	76,1	80,1	I 2012
Francia	84,5	138,9	135,3	IV 2011
<b>Italia</b>	<b>85,1</b>	<b>117,3</b>	<b>111,3</b>	<b>III 2011</b>
Spagna	95,2	163,2	125,1	I 2012
Regno Unito	94,6	149,5	126,1	IV 2011
Irlanda	109,1	156,7	87,0	I 2012
Paesi Bassi	127,7	151,7	135,9	I 2012

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, Standard & Poor's.

Grafico A

**La bolla immobiliare è scoppiata nei Paesi Bassi, in Francia no**  
(Prezzi delle abitazioni in termini reali; indici 1990=100)



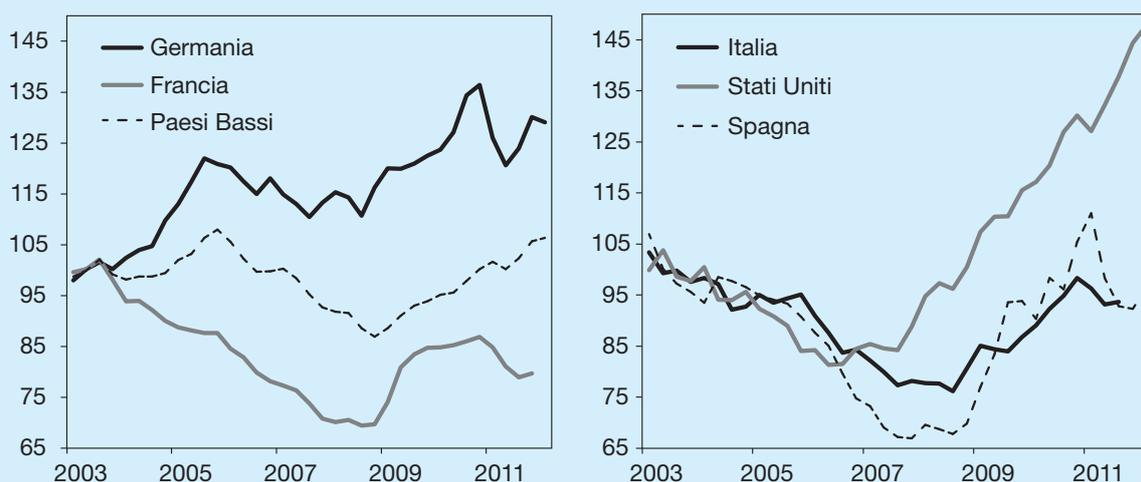
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Le due maggiori economie *core* dell'Area euro hanno mostrato una tenuta migliore. La Germania, uscita dal lungo periodo di deflazione nei prezzi delle case, ha imboccato da fine 2010 un sentiero di aumento, al 4,8% medio annuo e con una brusca accelerazione nel 2011 (+7,7% tendenziale nel primo trimestre 2012). In Francia le quotazioni hanno ricominciato a risalire da metà 2009 e si trovavano, alla fine del 2011, appena sotto (-1,8%) al picco raggiunto quattro anni prima.

Dal lato della domanda, un importante indicatore è dato dall'indice di accessibilità (*affordability*) dell'acquisto della casa finanziato con un mutuo ipotecario. L'acquisto dell'abitazione è oneroso, perciò le famiglie fanno per lo più ricorso al mutuo, che tipicamente copre una quota elevata dell'investimento sostenuto (75% nell'Eurozona, secondo dati 2007) e dura per un lungo periodo di tempo (25 anni in media). L'indice di accessibilità è determinato dal costo del servizio del mutuo, pari alla quota di ammortamento del debito più gli interessi, rapportato al reddito disponibile pro-capite. Il costo del servizio del mutuo è direttamente proporzionale al prezzo delle case: più alto è quest'ultimo, maggiore è il mutuo da dover contrarre. E inversamente proporzionale al livello dei tassi di interesse: minori i tassi, maggiore la possibilità di sostenere le rate di un mutuo di ammontare più elevato. Un valore elevato dell'indice di accessibilità migliora le condizioni della domanda di case perché vuol dire che più favorevole è il mix reddito disponibile (più alto), tassi e prezzi delle case (entrambi più bassi; Grafico B).

Grafico B

**Per le famiglie USA e tedesche è diventato molto più conveniente acquistare casa, non per le altre**  
(*Affordability index*<sup>1</sup>; indici 2003=100)



<sup>1</sup> Rapporto tra il reddito disponibile pro-capite delle famiglie e il servizio di un nuovo mutuo ipotecario a tasso fisso con scadenza a 30 anni (tasso di interesse superiore a 10 anni per i paesi dell'Eurozona).

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, BCE e Federal Reserve.

Negli Stati Uniti la caduta dei prezzi delle case e dei tassi di interesse sul mutuo, ai minimi storici, e l'aumento del reddito disponibile hanno reso molto più conveniente acquistare casa: nel primo trimestre 2012 l'*affordability index* era aumentato dell'81,7% dal minimo del secondo trimestre 2006 ed è ai massimi storici. L'abbassamento dei tassi di interesse e la dinamica positiva del reddito hanno favorito anche le famiglie tedesche, tanto che l'indice di accessibilità è salito fino a fine 2010, e successivamente hanno molto contenuto la sua riduzione, quando è iniziato l'aumento delle quotazioni immobiliari. Al contrario, in Spagna e in Italia il *credit crunch* ha comportato un aumento dei tassi di interesse sui mutui e la recessione ha colpito il reddito delle famiglie: ciò ha attutito, ma non impedito, il miglioramento dell'accessibilità determinato dalla discesa dei prezzi delle abitazioni. Nei Paesi Bassi l'indice è in salita dalla fine del 2009, ma resta contenuto agli stessi valori dell'avvio del 2003. In Francia, infine, nonostante la dinamica discendente dei tassi di interesse e ascendente del reddito familiare, l'accessibilità all'abitazione è rimasta onerosa: alla fine del 2011 l'indice era al livello del terzo trimestre 2006 e non lontano dal minimo raggiunto nel terzo trimestre 2008.

Un altro fattore cruciale per la domanda di lungo periodo delle abitazioni è costituito dalla formazione di nuove famiglie e, più in generale, dalla crescita della popolazione in età lavorativa, che è formata dagli individui più mobili, in termini di luogo di lavoro e di residenza e in termini di benessere familiare. In Europa la domanda potenziale di casa è limitata dall'invecchiamento della popolazione. Tuttavia, tra il 1995 e il 2010 le nuove famiglie sono aumentate a un ritmo stabile, seppur non elevato, nelle principali economie europee: +0,6% medio annuo in Germania, +0,9% in Francia e nei Paesi Bassi. Un incremento maggiore di quello della crescita della popolazione in età lavorativa, addirittura negativa in Germania (-0,2% medio annuo), per effetto della riduzione del numero medio di componenti dei nuclei familiari e dell'aumento del numero di quelli con un capofamiglia straniero, grazie all'immigrazione.

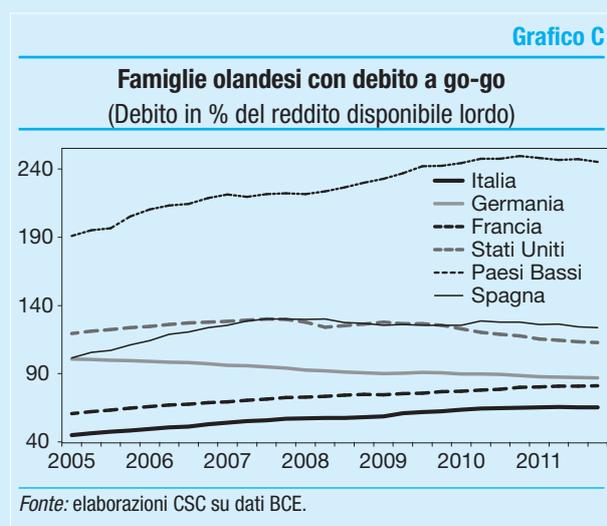
Questa tendenza, però, può cambiare nel tempo, perché condizionata da comportamenti sociali e condizioni economiche. Come è successo negli Stati Uniti, dove, in seguito alla crisi, da un lato si è molto attenuata la tradizionale mobilità dei lavoratori e, dall'altro, molti giovani per mancanza di occupazione sono dovuti tornare ad abitare dai genitori: la formazione di nuove famiglie americane è così caduta dal +1,5% annuo nel 2000-2007 al +0,4% nei successivi tre anni. Mentre la crescita della popolazione in età lavorativa è stata più stabile (+1,2% e +0,9% annui, rispettivamente, negli stessi periodi di tempo).

L'offerta di nuove abitazioni è cresciuta a ritmi elevati in tutti i paesi durante lo sviluppo della bolla (là dove questa si è avuta), generando uno stock che si è rivelato in eccesso rispetto ai fondamentali della domanda e rendendo quindi necessaria una brusca corre-

zione della dinamica dell'offerta al momento dello scoppio. In Francia, dal 1995 al 2007 il numero di costruzioni abitative avviate è cresciuto a un ritmo del 3,5% annuo; successivamente si è contratto del 2,5% annuo fino al 2011. Nei Paesi Bassi il fenomeno è stato ancora più marcato: il numero dei permessi per costruire è aumentato a un tasso del 5,9% annuo dal 1995 al 2008 e poi è crollato del 14,0% annuo fino al 2011. In Italia il volume degli investimenti residenziali (che sono meno volatili, perché comprendono statisticamente, oltre alle nuove costruzioni, anche gli interventi di manutenzione straordinaria) ha fatto registrare una crescita dell'1,8% annuo nel periodo 1995-2007 e una contrazione del 3,6% annua dal 2007 al 2011. In tutti questi casi, però, la correzione dello stock è ancora parziale, perché i suoi livelli sono rimasti nettamente più elevati di quelli iniziali.

Al contrario negli Stati Uniti, dove la diminuzione del numero di costruzioni abitative avviate era iniziata già a partire dal 2005 ed è stata del 18,4% medio annuo, nel 2011 esse erano meno della metà di quelle nel 1995. Nonostante ciò, lo stock di case invendute è rimasto molto elevato, pari al 14% del totale, imbrigliando le possibilità di ripresa del settore immobiliare. L'eccesso di offerta negli Stati Uniti è dovuto, oltre allo stock accumulato negli anni del boom, anche al numero estremamente elevato di pignoramenti delle abitazioni in seguito ai default sui mutui, che in molti casi erano basati unicamente sulle aspettative di crescita continua dei prezzi. Questi mutui sono andati *under water* (sott'acqua), ossia il loro importo è diventato maggiore del valore stesso della casa, in seguito proprio al drastico ridimensionamento dei prezzi delle abitazioni. Ancora nel 2011 circa un quarto dei mutui sulle abitazioni unifamiliari erano *under water*. In tale situazione alla famiglia può convenire abbandonare l'abitazione, lasciandola in capo alla banca e liberandosi del mutuo: in questo modo la sua ricchezza netta aumenta. Ciò è consentito dalla legislazione americana, non da quella europea.

Il livello di indebitamento delle famiglie determina il grado di vulnerabilità del mercato immobiliare a shock dal lato dei prezzi o delle risorse disponibili delle famiglie. Una riduzione delle quotazioni immobiliari può dare avvio a un circolo vizioso che colpisce i bilanci familiari e quelli bancari e si estende così dal settore immobiliare a quelli del credito e dei beni di consumo. Anche a questo riguardo, il quadro è estremamente variegato all'interno dell'Eurozona (Grafico C).



Il debito delle famiglie è massimo nei Paesi Bassi ed è costituito per la quasi totalità da mutui sull'abitazione; ha raggiunto il livello record del 249,5% del reddito disponibile nel quarto trimestre 2010, per poi scendere di circa quattro punti percentuali nel 2011; inoltre, il contratto tipico di mutuo sulla prima casa copriva per intero il valore d'acquisto (101%, dati 2007), pur con una garanzia statale del 13%, e ciò aumenta la sensibilità dei bilanci familiari e bancari alle variazioni dei prezzi immobiliari. Anche in Francia la quota della somma pagata per l'acquisto della prima casa coperta dal mutuo era molto elevata (91% nel 2007); ma il debito totale delle famiglie, pur in crescita, era pari all'81,2% del reddito disponibile nel quarto trimestre 2011, tra i principali paesi un livello superiore solo a quello dell'Italia (65,2%). Relativamente poco indebitate sono anche le famiglie tedesche, che hanno intrapreso a partire dal 2001 l'abbattimento dell'esposizione debitoria, per un totale cumulato di circa 20 punti percentuali del reddito disponibile, all'86,8% a fine 2011. In Spagna, invece, le famiglie stanno cercando di rientrare dal debito elevato, che nella seconda metà del primo decennio Duemila era pari all'incirca a quello degli Stati Uniti, ma con scarso successo a causa della severità della recessione, che ne sta intaccando il reddito e quindi la capacità di risparmio.

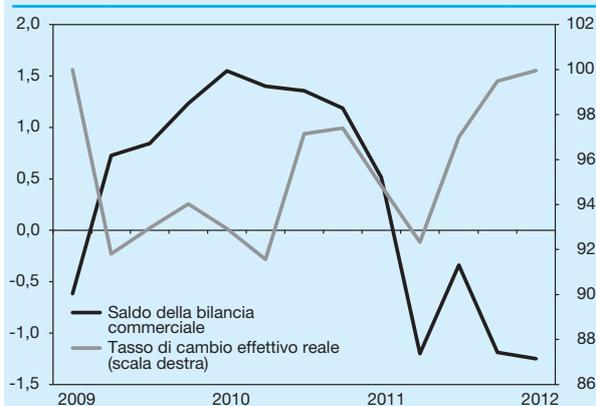
### Il Sol Levante si rialza

In Giappone il PIL, che lo scorso anno è sceso dello 0,7% in conseguenza del terremoto, ha recuperato slancio nel primo trimestre del 2012: +1,0% congiunturale, dopo l'invarianza nel periodo precedente, mostrando che il paese sta lentamente ritornando sul sentiero di sviluppo dopo il cataclisma del marzo 2011. L'economia ha beneficiato del buon andamento dei consumi delle famiglie (+1,1%; +0,6% nel quarto 2011) e della spesa pubblica finalizzata alla ricostruzione post-terremoto. Quest'ultima continuerà a sostenere la ripresa per tutto il 2012, portando il paese a crescere del 2,0%, per rallentare nel 2013, nonostante il fatto che le esportazioni, condizionate attualmente dalla crisi del debito dell'Eurozona, dovrebbero riprendere vigore.

Nel 2011 per la prima volta da oltre trent'anni il Giappone ha registrato un disavanzo della bilancia commerciale, pari allo 0,5% del PIL; il valore delle esportazioni è diminuito

Grafico 1.29

#### Giappone: va in rosso la bilancia commerciale (In % del PIL e indice 1° trim. 2009=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters.

dell'1,9%, risentendo dei danni alla capacità produttiva causati dal terremoto, dell'apprezzamento dello yen e del rallentamento della domanda estera, mentre le importazioni sono aumentate in valore del 15,0% per il rincaro del petrolio e il concomitante aumento del fabbisogno energetico dovuto all'arresto della produzione di energia nucleare (Grafico 1.29).

La Bank of Japan continuerà a sostenere la domanda interna mantenendo il tasso di riferimento sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale compreso tra zero e lo 0,1% fino a che l'inflazione si manterrà stabilmente inferiore all'1,0% (0,4% in aprile, dallo 0,5% in marzo), che è il nuovo obiettivo per la variazione dei prezzi che l'autorità monetaria ha deciso di conseguire, obiettivo fissato nella riunione del 14 febbraio scorso. Secondo l'FMI la priorità assoluta del governo nipponico in questa fase è quella del riequilibrio delle finanze pubbliche: il paese deve varare riforme strutturali per ridurre il peso di un debito pubblico che supera il 200% del PIL; tra le quali spicca quella, già prevista, di alzare l'imposta sui consumi dal 5% all'8% entro l'aprile 2014 e al 10% entro l'ottobre 2015.

#### **In recessione il Regno Unito**

Il Regno Unito, dopo un periodo di crescita molto contenuta (+0,7% il PIL nel 2011), è ufficialmente entrato in recessione, avendo fatto segnare una seconda contrazione consecutiva (-0,3% il PIL) nel primo trimestre 2012. Hanno offerto un contributo negativo gli investimenti (-4,2%) e le esportazioni nette (-10,0%), influenzate negativamente dall'apprezzamento della sterlina e dal calo della domanda interna nell'Eurozona. I consumi sono scesi dell'1,2% nel 2011 e sono rimasti deboli nel primo trimestre 2012 (+0,1%), frenati dal processo della riduzione del debito delle famiglie.

Influisce negativamente sulla domanda interna anche il consolidamento dei conti pubblici che durerà a lungo: secondo stime OCSE, i consumi pubblici, dopo un leggero aumento nel 2011 (+0,1%), diminuiranno nel 2012 (-0,7%) e nel 2013 (-1,8%), seguendo la contrazione della spesa pubblica in investimenti (-9,6% nel 2011, -6,8% nel 2012 e -3,9% nel 2013).

Il settore delle costruzioni non è ancora uscito dalla crisi, con una produzione che è aumentata del 2,1% nel 2011, ma è caduta del 4,8% nel primo trimestre 2012; la riduzione degli investimenti residenziali (-0,4% nel 2011) accelererà, secondo l'OCSE, nel 2012 (-3,3%); i prezzi delle case sono attesi ancora in calo (-3,0% nel 2012, stime *Global Insight*).

La crisi di fiducia nei mercati finanziari ha aumentato i costi di finanziamento del settore bancario, reso più difficoltoso l'accesso al credito per i privati e sparso incertezza, agendo così da freno alla domanda privata. A maggio, l'indice PMI nel manifatturiero è calato a 45,9 (da 50,2 in aprile), segnalando una contrazione dell'attività, e la fiducia delle famiglie, pur aumentata (a -29, da -31), è rimasta sotto il livello medio di lungo periodo (-8).

La moderazione dell'inflazione al consumo (2,8% annuo in maggio, da 3,0% in aprile e 3,5% in marzo), destinata a proseguire per effetto dell'indebolimento dell'attività economica, la-

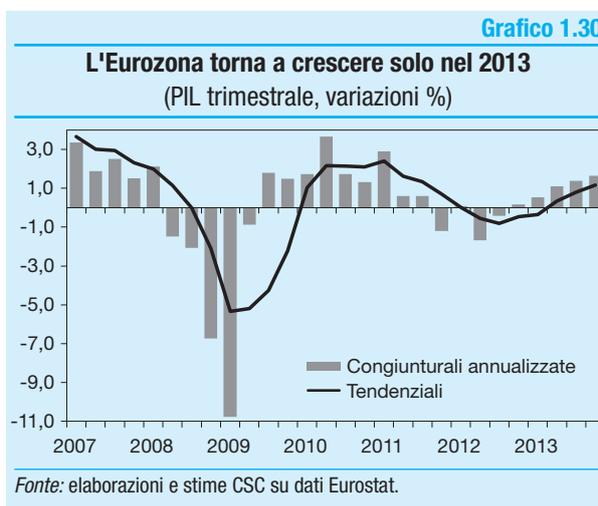
scia margini per ulteriori misure di politica monetaria espansiva da parte della Banca d'Inghilterra: incremento dei finanziamenti di *quantitative easing* (fermi a 325 miliardi di sterline da febbraio) e interventi per riattivare il credito bancario al settore privato.

### **Eurolandia in recessione nel 2012**

Nell'Eurozona si moltiplicano i segnali di una nuova contrazione dell'economia nel secondo trimestre 2012. Sono molteplici i fattori che frenano la crescita dell'area: la riduzione dei deficit pubblici in atto in molti paesi, le condizioni di accesso al credito ancora molto rigide, l'aumento della disoccupazione e il rallentamento della crescita nelle economie emergenti e negli Stati Uniti. L'acuirsi della crisi nei paesi periferici, in particolare in Grecia, aggrava la situazione per i suoi effetti di contagio, dele-

teri sulla fiducia di consumatori e imprese, aumenta l'incertezza e fa salire i tassi di interesse di molti paesi. Non vanno, inoltre, sottovalutati gli effetti di impatto di alcune riforme strutturali che, seppur indispensabili per aumentare il potenziale di crescita nel lungo periodo, nel breve termine possono creare incertezza tra gli operatori: questi hanno, infatti, bisogno di tempo sia per cogliere le opportunità da esse create sia per adeguare i propri comportamenti. Il calo dei prezzi energetici allevierà solo in parte la pressione sui margini delle imprese e sul potere d'acquisto delle famiglie e l'indebolimento del cambio contribuirà a limitare ma non ad annullare l'effetto negativo sulle esportazioni del rallentamento della domanda mondiale. Dopo essersi stabilizzato nel primo trimestre 2012 (grazie principalmente al contributo positivo della crescita tedesca), il PIL dell'Eurozona è atteso contrarsi nuovamente a partire dal secondo trimestre di quest'anno. Nell'ipotesi di una soluzione positiva alla crisi dei debiti sovrani entro fine anno e di una graduale accelerazione della crescita mondiale, l'economia dell'Area euro tornerà a espandersi, sebbene a ritmi moderati, solo nel 2013. In media d'anno, il PIL diminuirà dello 0,5% quest'anno e crescerà di appena lo 0,5% nel 2013 (Grafico 1.30).

Nel primo trimestre 2012 si è ulteriormente ampliato il divario di crescita tra i paesi non negativamente toccati dalla crisi del debito, in particolare la Germania (+0,5% sul trimestre precedente), e quelli, per la gran parte del Sud Europa, maggiormente frenati da politiche di bilancio fortemente restrittive, tassi di disoccupazione elevati e in aumento, crescita nulla o negativa dei salari, alto livello del debito pubblico, tassi di interesse proibitivi e *credit crunch*



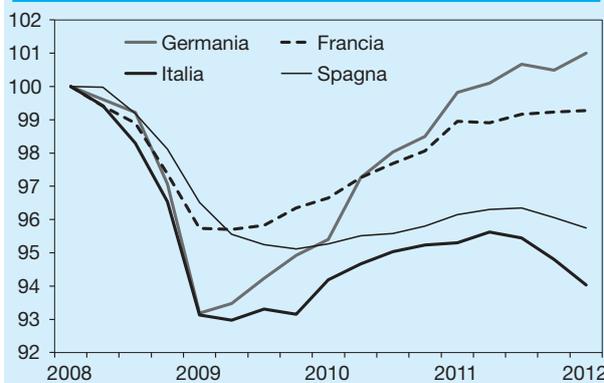
(Grafico 1.31). Inoltre, sono entrati in recessione i Paesi Bassi, alle prese con l'esplosione della bolla immobiliare: nel primo trimestre 2012 il PIL si è contratto (-0,2%) per la terza volta consecutiva (si veda il riquadro *La bolla immobiliare ha iniziato a sgonfiarsi anche nei Paesi Bassi. Quando in Francia?*).

I dati più recenti fanno, inoltre, intravedere una rapida estensione della recessione anche alle economie più virtuose e dinamiche dell'area. Nei primi tre mesi dell'anno, infatti, la debolezza della domanda interna (-0,5% rispetto al quarto trimestre del 2011), dovuta principalmente alla contrazione degli investimenti (-1,4%), è stata compensata dal notevole contributo alla crescita della domanda estera netta (+0,5%), grazie a un aumento dell'1,0% delle esportazioni e di appena lo 0,1% delle importazioni. Con il previsto (e già in atto) rallentamento della domanda globale, il conseguente ridimensionamento di tale contributo spingerà l'intera area dell'euro in recessione. La stessa Germania, la cui economia è fortemente dipendente dalle esportazioni (si veda il riquadro *Germania über alles... se l'Europa non affonda*), difficilmente potrà evitare una contrazione, seppur marginale, della propria economia.

Il forte calo della produzione industriale in aprile (-0,8% su marzo) conferma che le difficoltà del settore manifatturiero coinvolgono ormai l'intera Eurolandia. Tra i grandi paesi, la produzione è diminuita del 2,0% in Germania, dell'1,9% in Italia e dello 0,7% in Spagna. Solo la Francia, ed esclusivamente grazie alla produzione di energia elettrica e gas, ha avuto un risultato positivo (+1,5%). Le prospettive per i prossimi mesi non sono rosee: la fiducia delle imprese è scesa a maggio per il terzo mese consecutivo (-11,3 da -9,0), soprattutto a causa del peggioramento delle aspettative di produzione. L'indice PMI relativo al manifatturiero (44,5 da 45,1) conferma che l'attività si è ulteriormente ridotta a giugno. La forte contrazione della componente relativa agli ordini, quelli esteri in particolare, che risentono del rallentamento sia della domanda globale sia delle transazioni all'interno dell'area, indica che la produzione industriale rimarrà calante anche nei mesi estivi. In giugno l'attività nei servizi è rimasta sostanzialmente invariata sui bassi livelli di maggio (PMI a 46,8 da 46,7; Grafico 1.32). Nei grandi paesi dell'Eurozona il terziario continua a crescere solo in Germania, seppure marginalmente, come segnala la caduta dell'indice PMI intorno alla soglia di 50 (50,3 da 51,8). L'indice PMI composito di Eurolandia è rimasto stabile a 46,0, ai minimi da giugno 2009.

Grafico 1.31

**PIL: si amplia il gap di crescita con la Germania**  
(PIL reale, indici 1° trimestre 2008=100)



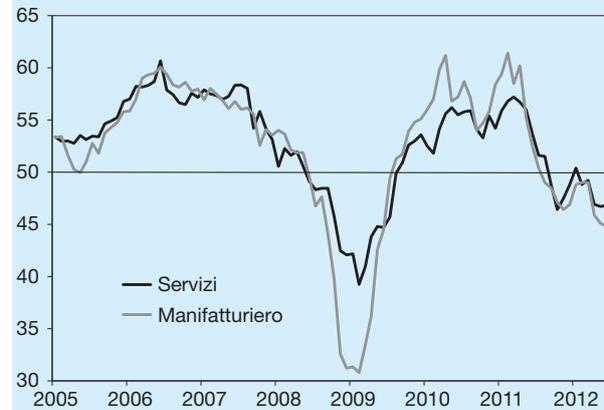
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Indicazioni altrettanto deludenti giungono dai consumi, colpiti dalle politiche restrittive adottate in molti paesi e dagli effetti sul potere d'acquisto degli aumenti dei prezzi dei prodotti energetici dei mesi scorsi. In aprile, il volume delle vendite al dettaglio si è ridotto dell'1% rispetto a marzo (-2,5% in dodici mesi) e in maggio le vendite di auto sono risultate dell'11,9% inferiori rispetto al maggio 2011. Il clima di fiducia, pur migliorato leggermente a maggio (-19,3 da -19,9), resta ben al di sotto della media di lungo periodo (-12,8). Il tasso di disoccupazione elevato e in aumento

(11,0% in aprile dal 9,9% di un anno prima), i timori, in molti paesi, di ulteriori misure di austerità, aumenti salariali nulli o molto contenuti (con l'eccezione della Germania) e il rinnovarsi delle tensioni sui mercati finanziari rendono i consumatori estremamente cauti.

Grafico 1.32

### Si contrae l'attività in Eurolandia (Indici PMI, 50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

### Germania *über alles...* se l'Europa non affonda

La Germania è uscita dalla grande recessione del 2008-2009 con velocità e vigore e ha finora evitato di ricadere nella nuova fase recessiva che ha investito la gran parte del resto dell'Eurozona verso la fine del 2011. Ma questo successo non resterebbe immune all'implosione dell'Unione economica e monetaria, dalla quale deriverebbero per la stessa Germania gigantesche perdite in termini di caduta del PIL e di deprezzamento delle attività. Proprio dall'analisi dei segreti della ricetta economica tedesca emergono punti di forza e di debolezza e lezioni riguardo alla sua insostenibilità e non esportabilità nella sua interezza.

Il primo ingrediente è, infatti, costituito dall'alta dipendenza dall'export. Negli anni più recenti, così come in quelli immediatamente precedenti la crisi, sono state le esportazioni la forza trainante dell'economia tedesca. Tanto che il loro peso sul PIL è passato dal 33,4% nel 2000 al 47,2% nel 2007 e al 50,1% nel 2011, contro il 30,0% in Italia, il 30,1% in Spagna e il 27,0% in Francia; una percentuale da piccola economia molto aperta, non da prima nazione d'Europa per stazza, giacché non è accompagnata da un'altrettanto alta incidenza dell'import (Grafico A). Il tiraggio dell'export può funzionare nel breve-medio termine e in un paese solo, essendo gli altri importatori netti delle sue produzioni. Dun-

que, non è un esempio in sé valido da seguire, mentre altre riforme strutturali andrebbero emulate.

Un lungo periodo di moderazione salariale, in assoluto e soprattutto in relazione ai marcati guadagni di produttività (oggi andrebbe sotto il nome di “deflazione domestica”), le riforme del mercato del lavoro e del *welfare* e la riduzione del carico fiscale sulle imprese hanno infatti fatto conseguire grandi aumenti di competitività alle aziende manifatturiere tedesche, permettendo così di cogliere appieno la

crescita della domanda estera. La specializzazione produttiva (in particolare in beni capitali e intermedi a medio-alta tecnologia) è stata altrettanto determinante nell’affermazione del *made in Germany* nei paesi emergenti.

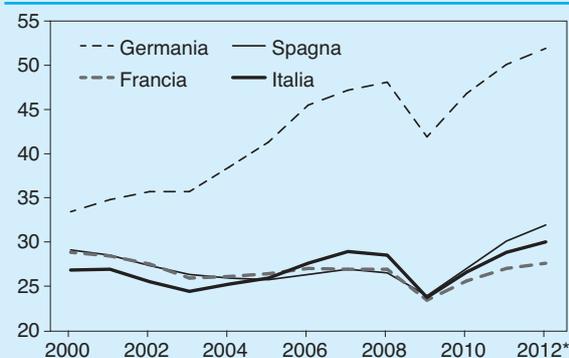
L’attuale frenata globale incombe, d’altra parte, sulle prospettive di crescita dell’economia tedesca, proprio perché così dipendente dalle vendite all’estero. L’arretramento della domanda interna nell’UE è accompagnato dal rallentamento di Stati Uniti e paesi emergenti e il calo delle quotazioni azionarie alla Borsa di Francoforte a giugno nasce dai timori delle ripercussioni sulla Germania di questo scenario molto meno favorevole dell’atteso: gli investitori alleggeriscono le posizioni proprio sulle aziende che fanno del fatturato in quei paesi il loro punto di forza.

Ora più che mai, non solo per la sopravvivenza dell’euro ma anche a vantaggio dello stesso sistema economico tedesco, è cruciale il riequilibrio del modello di sviluppo teutonico, con uno spostamento del baricentro della crescita verso la domanda interna. Che ha cominciato ad affiancare l’export nel tirare il PIL già nel biennio 2010-2011; vi sono buone ragioni di fondo perché possa rafforzare il suo ruolo e il suo apporto. Tuttavia, tale rafforzamento è insieme parte della soluzione della crisi dell’Area euro (più politica che economico-finanziaria) ed effetto dell’eliminazione dell’incertezza dovuta a quella stessa crisi.

Crisi dalla quale la Germania sta comunque traendo benefici nel breve termine, via tassi di interesse ai minimi storici e abbondanza di liquidità e via indebolimento del cambio dell’euro; e tali benefici potrebbero mascherare, agli occhi dei tedeschi, i loro interessi di lungo andare e ostacolare il raggiungimento di una *governance* europea sostenibile.

Grafico A

### Una locomotiva sempre più dipendente dall’export (Esportazioni in % del PIL)



\*2012: stime Commissione europea.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Il PIL germanico, che già nel secondo trimestre 2011 aveva recuperato il livello di picco pre-crisi, è cresciuto dello 0,5% nel 1° trimestre del 2012 (+1,0% rispetto al 1° 2008, top prima della recessione), distinguendosi in modo netto dalla performance negativa delle altre principali economie euro: -0,8% il PIL in Italia (-6,0% sul massimo pre-crisi), -0,3% in Spagna (-4,2%) e invariato in Francia (-0,7%). Il contributo dell'export netto è stato dello 0,9%: senza di esso l'attività tedesca avrebbe patito una contrazione (-0,4% il contributo della domanda interna).

Sono molteplici i fattori che spiegano come la Germania sia stata in grado di cogliere le opportunità offerte dall'espansione globale a partire dal 2004, ma possono essere tutti ricondotti all'accresciuta competitività del manifatturiero rispetto agli altri principali concorrenti.

L'euro ha indubbiamente consentito ai produttori tedeschi di porsi al riparo dalle svalutazioni competitive dei partner europei. Più di recente, hanno goduto di un cambio della moneta unica più debole di quello che avrebbe avuto un virtuale *D-Mark*, che sarebbe salito a fronte dell'afflusso di capitali in fuga dai paesi con difficoltà competitive e di conti pubblici. Per sfruttare appieno i vantaggi offerti dall'euro, tuttavia, la Germania ha anche attuato una serie di riforme e aggiustamenti per rendere l'apparato produttivo più efficiente.

Al momento dell'avvio dell'Unione monetaria europea il paese stava ancora digerendo le conseguenze della Riunificazione e del successivo apprezzamento del marco, esacerbate da aumenti del costo orario del lavoro nettamente superiori alla crescita della produttività, anche causati dalla convergenza delle retribuzioni nei *Länder* orientali a quelle negli occidentali. E c'era un elevato livello strutturale del deficit pubblico che limitava lo spazio di intervento della politica fiscale. Da queste difficoltà, che avevano causato una protratta lenta crescita, tanto da far battezzare la Germania "malato d'Europa", sono nate le riforme strutturali e la moderazione salariale.

Il calcio d'avvio è stato dato nel 2001 dal cambiamento delle pensioni che prevedeva, in un lasso di tempo ragionevole, la riduzione del tasso di sostituzione (rapporto tra pensione e ultima retribuzione), l'aumento dell'età pensionabile da 65 a 67 anni e l'espansione della rilevanza della previdenza complementare. Tra il 2003 e il 2005 sono state attuate una serie di misure volte ad accrescere l'efficienza allocativa del mercato del lavoro. È stato facilitato l'utilizzo dei contratti a tempo determinato e di quelli interinali, è stato fornito un sostegno finanziario ai disoccupati che si mettevano in proprio e sono state diminuite le aliquote contributive per le occupazioni con basse retribuzioni. È stata, inoltre, ridotta la generosità dei sussidi di disoccupazione ma al contempo sono state potenziate e differenziate le politiche attive per aiutare a trovare un nuovo impiego. I benefici delle riforme del *welfare* hanno cominciato rapidamente a manifestarsi, con la diminuzione del

tasso di disoccupazione a partire dalla metà del primo decennio Duemila (Grafico B).

Proprio in quel periodo l'economia tedesca ha cambiato marcia: dopo un deludente +0,5% annuo tra 2000 e 2005, il PIL tedesco è cresciuto del 3,0% annuo nel biennio 2006-2007. Complice la riacquistata competitività in termini di CLUP che ha migliorato nettamente la competitività della Germania.

Prima dell'innescarsi della recessione 2008-2009, infatti, il costo del lavoro per ora lavorata nel settore manifatturiero tedesco (misurato sul reddito da lavoro dipendente di contabilità nazionale) è rimasto piatto: +1,9% in termini reali dal 2000 al 2007, +0,3% medio annuo, a fronte di un aumento della produttività del 33,8%. Mentre nel resto dell'Eurozona i minori guadagni di produttività del manifatturiero (+21,2%) si sono riflessi in misura maggiore in aumenti reali del costo del lavoro (+10,5%; Grafico C).

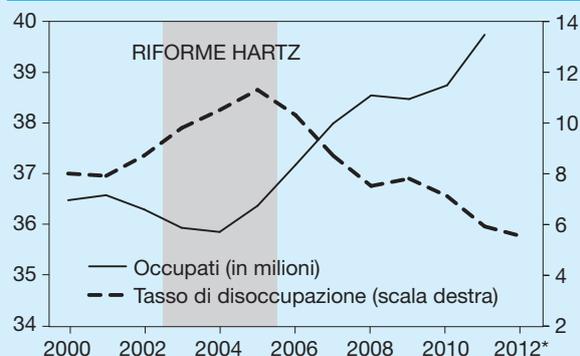
La forte competitività e il peso dell'export hanno consentito alla Germania di agganciare subito la ripresa internazionale partita nella seconda metà del 2009. Ciò è stato favorito, inoltre, dalla specializzazione produttiva delle imprese tedesche in beni di investimento, la cui domanda, trainata dagli emergenti, è cresciuta a ritmi più sostenuti di quella di altri beni e risente meno delle oscillazioni di prezzi e cambi.

La recessione che ha coinvolto molti dei maggiori partner commerciali in Europa dalla parte finale del 2011 e il rallentamento globale in atto (causato parzialmente dalla stessa recessione europea) stanno, però, smorzando lo slancio che l'export imprime nell'economia

Grafico B

### Lavoro: i frutti rapidi delle riforme tedesche

(Numero di occupati; disoccupati in % della forza lavoro)



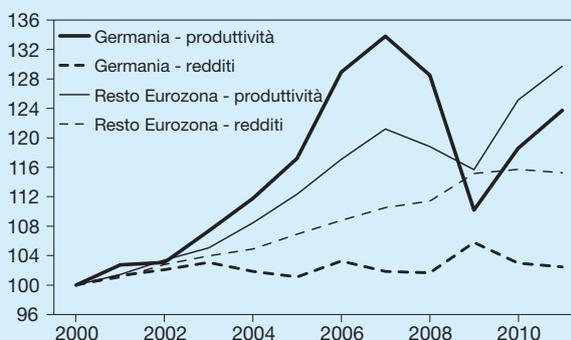
\*2012: primo trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Grafico C

### Germania: il doppio passo di produttività e costo del lavoro

(Manifatturiero, valore aggiunto e redditi da lavoro dipendente per ora lavorata, prezzi costanti; indici 2000=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

tedesca. Le vendite in valore di merci verso i principali paesi UE del Sud (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) sono crollate dell'8,2% nei primi tre mesi del 2012 (rispetto al corrispondente periodo del 2011). Se la recessione europea si aggravasse, o se addirittura l'Eurozona implodesse per l'incapacità politica di gestire la doppia crisi, bancaria e del debito sovrano, le esportazioni tedesche di beni sarebbero nettamente penalizzate: per il 39,8% (oltre il 16% del PIL) sono indirizzate, infatti, verso gli altri membri dell'Area euro. Per quanto riguarda l'export extra-UEM, particolarmente preoccupante è la frenata osservata in Cina e USA, che pesano rispettivamente per il 6,1% e il 6,9% delle vendite all'estero tedesche di beni. L'indice PMI del manifatturiero riflette già questi andamenti: in giugno ha registrato il calo di attività più marcato degli ultimi tre anni (a 44,7 da 45,2 di maggio) a causa proprio della componente degli ordini (in calo per il quarto mese consecutivo), soprattutto dall'estero (ritmo di contrazione più elevato da aprile 2009).

Con un traino dell'export più debole, per mantenere elevata la crescita dell'economia tedesca sarà cruciale il sostegno della domanda interna. Questa ha effettivamente accelerato il passo nel biennio 2010-2011, ma ci sono luci e ombre sulle prospettive delle sue varie componenti.

Gli investimenti fissi lordi in Germania sono cresciuti del 5,5% nel 2010 e del 6,4% nel 2011 (contro il -0,5% e il +1,3% nella media dell'Eurozona), sostenuti da condizioni finanziarie eccezionalmente propizie (specie nei tassi a lungo termine, ai minimi storici), elevata redditività delle imprese e attese positive sulla domanda, export in specie. Il primo fattore continuerà a fornire un notevole sostegno (anche se dovesse cessare la corsa degli investitori a rifugiarsi nei Bund; e sempre che la crisi dell'euro non precipiti); inoltre, i copiosi profitti hanno accresciuto l'autofinanziamento delle imprese tedesche; infine, non c'è traccia in Germania di *credit crunch*. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni (+5,8% nel 2011, contro il -0,9% medio nell'Eurozona), giocano a favore del protrarsi della loro espansione sia i prezzi bassi degli immobili, non gonfiati negli anni Novanta dalla bolla sperimentata in quasi tutti i paesi avanzati, sia la disponibilità di fondi, grazie all'afflusso di capitali esteri e alla minore propensione dei tedeschi a investire fuori casa, in paesi ritenuti "poco affidabili". D'altronde, la dinamica meno brillante del fatturato e l'aumento del costo del lavoro inciderà sulla redditività, così come l'elevata incertezza sull'andamento dell'economia globale scoraggerà le imprese tedesche dall'effettuare nuovi acquisti di macchinari e attrezzature, essendo la capacità utilizzata ancora bassa. Le difficoltà per gli investimenti fissi lordi si sono già manifestate nel primo trimestre 2012, quando hanno registrato un -1,1% sui tre mesi precedenti.

La spesa delle famiglie, dopo il +0,6% nel 2010 e il +1,5% nel 2011, ha continuato a espandersi a inizio 2012 (+0,3% congiunturale). L'incremento dei consumi privati è una novità nel panorama economico tedesco, essendo cresciuti a ritmi ridotti nei primi anni Duemi-

la. Due erano le cause principali della loro debolezza: la contrazione del monte salari reale e l'aumento del tasso di risparmio (Grafico D). La dinamica di entrambi è mutata negli anni più recenti. Il monte salari reale, tornato al di sopra del picco pre-crisi già nel 2010, è previsto in aumento, sia per il continuo incremento dell'occupazione sia per la svolta nelle retribuzioni grazie ai rinnovi contrattuali collettivi nettamente superiori all'inflazione e ai premi di produttività a livello aziendale. Per esempio, Deutsche Telekom in maggio ha concordato un aumento del 6% delle buste paga distribuito su diciotto mesi e Volkswagen in giugno un incremento del 4,3% su tredici mesi (oltre all'erogazione di un premio di produzione per il 2011 di 7.500 euro decisa in marzo). Nei rinnovi contrattuali di comparto, in aprile è stato chiuso l'accordo per due milioni di dipendenti pubblici, con un +6,4% sempre su diciotto mesi, in maggio i 3,6 milioni di lavoratori metalmeccanici hanno ottenuto un +4,3% su tredici mesi e i 550mila dipendenti del settore chimico hanno avuto un +4,5% su diciannove mesi. Va sottolineato che per la prima volta nella storia tali incrementi hanno ricevuto la benedizione politica di un ministro delle Finanze, in un'ottica di riduzione degli squilibri interni all'Eurozona.

D'altra parte, avendo la Germania consolidato un enorme vantaggio competitivo, gli aumenti retributivi tornano in linea con la dinamica della produttività. In aggiunta, importanti fattori strutturali esercitano spinte al rialzo dei salari: l'invecchiamento della popolazione e la conseguente riduzione della forza lavoro e le difficoltà nel reperire manodopera qualificata, particolarmente sentite nel manifatturiero, che si è ulteriormente spostato verso produzioni ad alta tecnologia.

Per quanto riguarda la propensione al risparmio, dopo la contrazione nel corso della recessione, si è stabilizzata da fine 2011 intorno all'11% e potrebbe tornare a crescere per ragioni precauzionali, a causa dell'elevata incertezza che ha intaccato la fiducia dei consumatori (comunque ancora sopra la media di lungo periodo). Ciò rischia di smorzare l'effetto positivo degli aumenti salariali sulla spesa delle famiglie.

La spesa pubblica, infine, sta fornendo un apporto significativo alla domanda interna. I consumi della pubblica amministrazione hanno dapprima attutito le ripercussioni della



recessione nel 2008-2009, quando il loro contributo alla crescita del PIL è stato in media dello 0,6% annuo (contro lo 0,1% in Italia) e hanno poi favorito il rilancio nel biennio 2010-2011 (+0,3% il contributo annuo; -0,2% in Italia). Complessivamente, dal 2007 al 2011 il volume degli acquisti pubblici è cresciuto del 9,5% cumulato, rispetto al 5,4% nella media dell'Eurozona (-0,2% in Italia). Alla luce della solidità dei conti pubblici della Germania, tale sostegno potrà proseguire anche nei prossimi anni.

L'unico grande rischio per le prospettive di crescita tedesche, dunque, proviene proprio dalle conseguenze economiche della grave crisi nell'Eurozona e, quindi, in buona misura dalle (in)decisioni di Berlino.

### La BCE rompe gli indugi sui tassi

Il CSC ritiene che il peggioramento dello scenario e gli elevati rischi di aggravamento sistemico della crisi dei debiti sovrani e bancaria indurranno la BCE a tagliare il tasso di riferimento sotto la soglia dell'1,00% dall'estate 2012, portandolo gradualmente allo 0,25%. In Scenari economici elaborato a dicembre scorso veniva ipotizzato un taglio fino allo 0,50%. Tali riduzioni del tasso BCE faranno seguito a quelle di novembre e dicembre 2011, da un quarto di punto ciascuna, dall'1,50% all'1,00%.

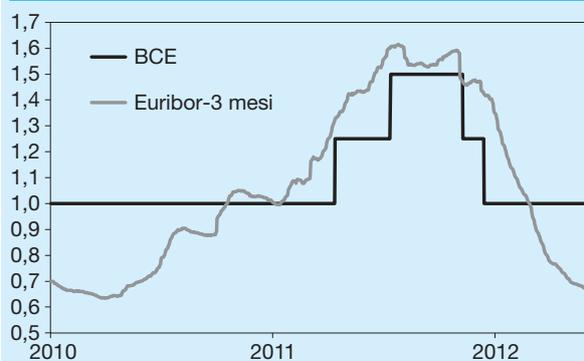
La decisione di diminuire ancora i tassi è ampiamente giustificata: Eurolandia è in recessione, profonda nei PIIGS anche a causa degli alti tassi di interesse sui titoli pubblici, ormai trasferiti sulle condizioni del credito, aggravandole; le pressioni inflazionistiche interne sono molto ridotte (stabile all'1,6% annuo in aprile l'inflazione *core*, che esclude energia e alimentari); la disoccupazione sta ulteriormente crescendo; i consumi sono estremamente deboli.

L'Euribor a tre mesi è sceso allo 0,65% a giugno (da 1,43% in media a dicembre; Grafico 1.33). Si trova ora di 0,35 punti percentuali sotto il tasso BCE (+0,17 in media tra 1999 e 2006). Il calo dell'Euribor determina condizioni finanziarie più favorevoli: in termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è sceso a -0,9% in giugno.

Il calo dell'Euribor va interpretato con cautela. Il mercato interbancario, infatti, è frammentato. Gli scambi avvengono prevalentemente con controparti nazionali e tra istituti dei paesi *core*. Il fatto che l'Euribor sia inferiore al tasso ufficiale perciò non riflette necessariamente l'anticipazione di nuovi tagli dei tassi

Grafico 1.33

#### Euribor ai minimi, sotto il tasso BCE (Tassi di interesse, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

BCE, come accadeva di regola in passato. Oggi l'Euribor non è più un tasso interbancario di riferimento per tutta l'area, ma solo per la parte più solida (Germania e alcuni paesi vicini), dove i tassi anche a lunga sono ai minimi storici.

Nello scenario CSC l'Euribor continuerà a scendere, seguendo la diminuzione del tasso BCE. E si manterrà stabilmente sotto di questo. In media d'anno il tasso interbancario si attesterà allo 0,58% nel 2012 e calerà allo 0,15% nel 2013. Le indicazioni che vengono dai *future*, invece, sono per un calo dell'Euribor solo allo 0,60% a settembre, seguito da valori stabili fino al 2013. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato sarà pari a -1,0% nel 2012 e a -1,4% nel 2013.

### Vasto il sostegno BCE alle banche

La BCE ha messo in campo operazioni non standard per un ammontare senza precedenti, sommando prestiti alle banche, acquisti di titoli e altre misure espansive. L'ampio intervento è reso indispensabile dalle gravi difficoltà che stanno affrontando le banche, specie quelle dei paesi periferici.

Gli acquisti di titoli pubblici e privati sul mercato secondario si sono fermati nel 2012, dopo la rapida ascesa dall'estate 2011 (6,2 miliardi di euro in media a settimana da agosto a gennaio; Grafico 1.34).

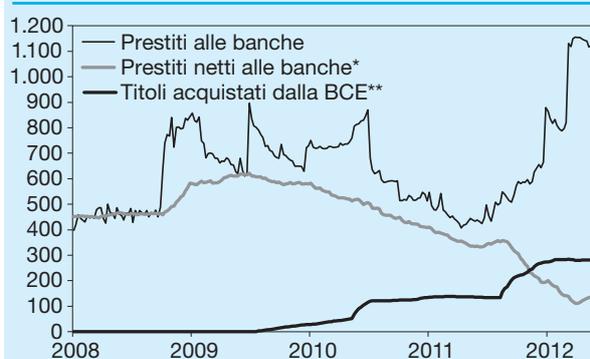
Lo stock è arrivato a 281,2 miliardi (+147,5 rispetto all'agosto 2011). Di questi, 212,1 miliardi sotto il *Securities Market Program* (SMP). Gran parte di tali acquisti riguarda i titoli dei paesi periferici: nel 2011 la BCE ha comprato soprattutto titoli italiani e spagnoli, nel 2010 aveva acquistato quelli greci e portoghesi.

Prosegue, lentamente, il secondo programma di acquisto di *covered bond*. Lo stock è salito a 12,8 miliardi a giugno, sui 40 da raggiungere entro ottobre secondo il disegno iniziale. Oltre a questi, la BCE ha ancora in portafoglio 56,3 miliardi di euro di obbligazioni del primo programma di *covered bond*.

Nel fornire prestiti alle banche la BCE continua a effettuare aste di importo illimitato e a tasso fisso. Tra le operazioni di finanziamento straordinarie, sono in corso una a 12 mesi e due a 36 mesi. Di queste ultime due, la prima del dicembre 2011 ha fornito 489,2 miliardi, la seconda del febbraio 2012 529,5 miliardi. Le aste a medio termine erogano nel complesso la gran parte dei fondi (1.063,6 miliardi), molto più elevata del precedente picco di 728,6 miliardi nel 2009.

Grafico 1.34

**Più liquidità dalla BCE, ma le banche ne usano meno**  
(Eurolandia, miliardi di euro, dati settimanali)



\* Prestiti alle banche meno depositi; media mobile a 12 mesi.

\*\* Detenuti per scopi di politica monetaria.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Quelle che una volta erano le operazioni “principali”, invece, ammontano a 119,4 miliardi. Il fiume di liquidità immesso dalla BCE nel sistema bancario è giunto in totale a 1.185,1 miliardi.

L’allentamento dei criteri per il collaterale nelle operazioni di rifinanziamento deciso a dicembre 2011 ha consentito di prestare fondi anche alle banche più in difficoltà, che avevano praticamente esaurito gli asset di migliore qualità da dare in garanzia. Nella riunione del 20 giugno la BCE ha ulteriormente ridotto il *rating* minimo sul collaterale ammissibile alle aste e deciso di accettare anche diverse altre tipologie di titoli ABS (*Asset Backed Securities*). Il dimezzamento all’1% (dal 2%) del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche ha liberato risorse significative nei bilanci.

I prestiti netti, cioè tolto quanto ridepositato presso la BCE stessa, forniti dalla BCE alle banche di Eurolandia sono, però, di ammontare ridotto (183,8 miliardi di euro a inizio giugno), nonostante una risalita nelle ultime settimane. Sono valori molto inferiori a quelli pre-crisi (422,8 in media nel 2006) e lontanissimi dal picco di 678,2 miliardi del dicembre 2008. Sommando ai prestiti netti BCE lo stock di titoli in portafoglio si arriva a cifre (465,0 miliardi a giugno) superiori a quelle pre-crisi. Tuttavia, la liquidità immessa con gli acquisti di titoli viene ritirata con operazioni di segno opposto (sterilizzazione).

I prestiti netti, tradizionale indicatore utilizzato dalla BCE, oggi sono fuorvianti. Il loro calo si spiega con l’aumento vertiginoso dei fondi depositati da varie banche di paesi *core* presso la BCE: 788,2 miliardi in totale a inizio giugno nella *deposit facility*, più del doppio del precedente picco nel giugno 2010 (384,3 miliardi). Gli istituti che hanno eccedenza di liquidità, piuttosto che prestarla a breve ad altre banche, attraverso il mercato interbancario, preferiscono parcheggiarla alla BCE, nonostante il tasso di remunerazione molto basso (0,25%).

La sfiducia tra istituti nasce da vari fattori. Anzitutto, il grande ammontare di titoli pubblici emessi dai paesi di appartenenza che le banche hanno conservato in bilancio e in certi casi accresciuto, dopo aver disinvestito dai titoli esteri (*home bias*). Con l’allargarsi ad altri stati, di maggiori dimensioni, dei dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico, l’incertezza sulle svalutazioni che gli attivi bancari potrebbero subire in caso di ristrutturazione dei debiti sovrani è cresciuta a dismisura. Tali dubbi si sono insinuati con l’inopinata gestione del caso greco, in cui è stato tagliato a un quinto il valore dei titoli pubblici posseduti dagli investitori privati, incluse le banche. Inoltre, le banche dei PIIGS stanno subendo: le perdite sui prestiti erogati ai privati negli anni passati; la riduzione dei depositi da parte di investitori istituzionali, imprese e famiglie; la sfiducia dei mercati finanziari, con difficoltà di emissione di obbligazioni. Ciò riduce la raccolta e, quindi, determina minor capacità di erogare prestiti all’economia (si veda il riquadro *Banche: fragili nei PIIGS, con leva troppo alta nei paesi core*).

Rispetto al periodo pre-crisi è quindi cambiata radicalmente la distribuzione dei prestiti BCE. Le banche dei paesi PIIGS hanno una dipendenza altissima da tali fondi e dagli ac-

quisti di titoli. Il finanziamento BCE agli istituti greci è schizzato a 121,3 miliardi in aprile (103,1 nel giugno 2011) e rappresenta il 28,2% del loro passivo (1,4% in media nel 2007). Dall'estate 2011 è cresciuto molto il ricorso a tali fondi anche da parte delle banche italiane: 271 miliardi in aprile, pari al 6,5% del loro passivo (da 41,3 miliardi a giugno 2011, 1,1% del passivo). Andamento simile per le banche spagnole. Viceversa, gli istituti dei paesi *core* utilizzano poco i prestiti BCE e, anzi, depositano fondi presso di essa.

#### Il credito di ultima istanza BCE solo alle banche

Dal 2011 è cresciuto molto il ruolo della *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), liquidità di emergenza erogata dalle banche centrali nazionali (BCN) a singoli istituti del proprio paese che siano in provata difficoltà e che per vari motivi (tipicamente, mancanza di collaterale) non possano accedere alle normali aste BCE. In assenza di dati ufficiali, alcuni analisti stimano che per le banche greche questa *facility* abbia visto una rapida scalata dai 2,0 miliardi di euro del giugno 2011 fino ai 110 miliardi del febbraio 2012 (complice la temporanea sospensione dell'eleggibilità dei bond pubblici greci come collaterale presso la BCE), per poi calare a 2,7 in aprile. In Irlanda l'ELA è arrivata a 41 miliardi di euro in aprile. Resta marginale invece negli altri paesi.

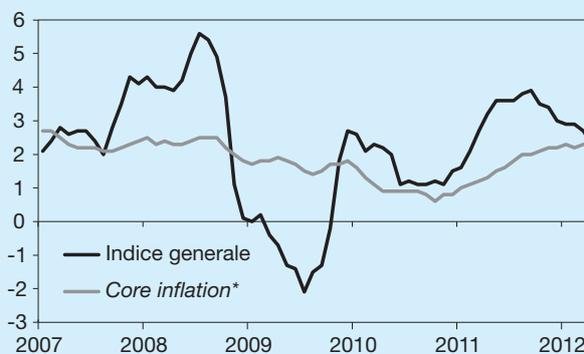
La BCE ha provato ad aggirare gli ostacoli che le impediscono di agire come prestatore di ultima istanza anche per gli stati. Ruolo pienamente svolto invece dalla FED, che ha accumulato 1.664 miliardi di dollari di *Treasury* americani in bilancio. Il tentativo in Eurolandia è stato fatto con le aste a tre anni per le banche e il successivo acquisto di titoli pubblici da parte di queste. Ha funzionato solo in parte. Come suggerito già in Scenari economici n. 13 del dicembre 2011, l'acquisto dei titoli pubblici detenuti dalle banche con un programma BCE ampio e trasparente, senza vincoli sull'ammontare, resta la soluzione-chiave per ripristinare la fiducia tra istituti creditizi e abbassare gli *spread* rispetto al *Bund*. Nell'attuale contesto recessivo un piano del genere non può far nascere timori inflazionistici ma si scontra con opposizioni politiche, soprattutto tedesche.

#### Tassi verso zero negli USA

È il quarto anno di politica monetaria iper-espansiva negli USA, con tasso FED allo 0,25%. La Banca centrale americana tiene i tassi bassi a fronte di una ripresa economica che resta fragile. Il lento trend di riduzione della disoccupazione è un dato positivo, ma non l'ha ancora riportata ai livelli pre-crisi. La FED non è affatto preoccupata per la stabilità dei prezzi: l'inflazione è calata

Grafico 1.35

**L'inflazione in calo lascia libere le mani della FED**  
(USA, indice dei prezzi al consumo, var. % a 12 mesi)



\* Al netto di alimentari e energia.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati BLS.

come previsto (2,3% in aprile dal 3,9% nel settembre 2011) sui valori *core* (fermi al 2,3% da inizio anno, anche se saliti rispetto ai minimi del 2010; Grafico 1.35). Perciò ad aprile è stato annunciato che i tassi resteranno ai minimi storici almeno fino al 2014.

Il CSC prevede che la FED nel 2012 tagli a zero il tasso di riferimento, una mossa già ipotizzata in Scenari economici del dicembre 2011. Il tasso ufficiale rimarrà così inferiore a quello BCE. Il differenziale tra i due scenderà però a 0,48 punti percentuali in media nel 2012 (1,01 punti nel 2011) e nel 2013 si assottiglierà ancora a 0,25 punti. I tassi a breve forniscono quindi un sostegno decrescente all'euro.

Negli USA si è fermato il trend di lenta risalita del tasso interbancario: da un minimo di 0,25% a luglio 2011 fino allo 0,58% a dicembre scorso. L'aumento era in atto nonostante l'espansione monetaria della FED. Da marzo 2012, invece, il tasso di mercato USA è inchiodato allo 0,47%. Questo aiuta, visto che un aumento pur modesto poteva frenare la fragile crescita americana. Nello scenario CSC l'ampia liquidità disponibile negli USA terrà il tasso interbancario ai minimi storici, seguendo il taglio del tasso FED: 0,30% in media nel 2012 e 0,05% nel 2013.

#### **FED: bilancio imbottito di titoli di Stato a lunga**

L'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è rimasto stabile negli ultimi mesi: 1.664 miliardi di dollari a giugno, pari al 58,3% dell'attivo. Le obbligazioni in mano alla Banca nel complesso sono a 2.609 miliardi (852 sono *mortgage backed securities*, MBS) e il bilancio totale arriva a 2.854 miliardi.

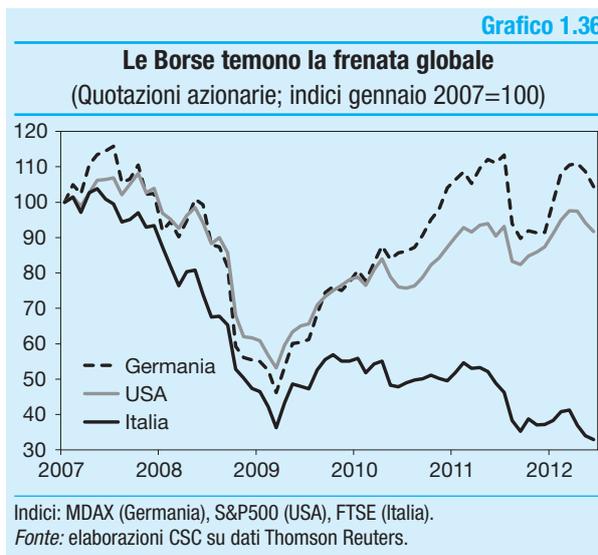
In aprile la FED ha deciso il proseguimento del programma *Twist*, varato a settembre 2011 per abbassare i tassi a lunga (altri 267 miliardi di dollari, dopo i 400 iniziali). Programma che ha già accresciuto nel bilancio della Banca centrale la quota di titoli federali a scadenze più lontane: a giugno 2012 i titoli tra 1 e 5 anni rappresentano il 32,7% del totale, 44,4% quelli tra 5 e 10 anni, 19,1% oltre 10 anni. La Banca ha confermato che reinvestirà in *Treasury* le somme incassate dal rimborso dei titoli giunti a scadenza, per tenere almeno stabile la dimensione del bilancio.

La FED ha sottolineato inoltre che la dimensione e la composizione del portafoglio titoli saranno aggiustate se necessario per sostenere la crescita economica. Molti membri del suo comitato direttivo ritengono che bisognerà accrescere ulteriormente le misure non standard ai primi segnali di rallentamento di occupazione e PIL. L'idea di un nuovo programma di acquisto titoli, cioè la terza fase del *quantitative easing* (QE3), resta quindi ancora viva.

#### **Tassi a lunga in calo e Borse giù**

Le aspettative inflazionistiche negli USA restano ancorate poco sopra il valore desiderato (2%). L'inflazione attesa implicita nei titoli di Stato decennali è infatti al 2,2% a giugno 2012, in calo dal 2,4% di marzo e ben lontana da livelli che rivelino ansie inflazionistiche. I tassi reali impliciti nei rendimenti dei titoli a 10 anni indicizzati all'inflazione sono scesi in territorio negativo a partire da gennaio 2012, arrivando al -0,5% a giugno. Uno stimolo importante agli investimenti.

I tassi nominali a lungo termine negli USA sono scesi negli ultimi mesi a nuovi minimi, dopo la salita osservata a inizio anno. Il rendimento dei *Treasury* trentennali è calato al 2,7% a giugno (dal 3,5% di marzo). Quello sulle obbligazioni tripla A di imprese USA, di pari durata, è al 3,7% (da 4,2%). Questa flessione è il frutto della fuga verso la qualità degli investitori di fronte alla crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona e della politica esplicita della FED. Ma può anche segnalare una riduzione delle aspettative di crescita economica.



Indicazioni in tale senso vengono dalle quotazioni azionarie, scese del 6,1% a giugno rispetto al livello toccato a marzo (indice *Standard&Poor's 500*). In precedenza si era registrata una fase di risalita: +18,3% da settembre 2011 a marzo 2012. Wall Street è dell'8,3% sotto i livelli pre-crisi del gennaio 2007 (Grafico 1.36).

#### Euro in bilico

La crescente sfiducia degli operatori internazionali nei confronti dell'esito della crisi europea ha indebolito il cambio dell'euro. La sua volatilità è tornata ad aumentare negli ultimi mesi in concomitanza con il peggioramento del clima di fiducia nel mercato finanziario, ma è comunque prossima alla media storica, secondo quanto misurato dalla BCE. Dopo un miglioramento in marzo, a partire da aprile l'euro ha ricominciato a deprezzarsi: si è svalutato del 3,5% in termini effettivi nominali tra fine di marzo e giugno. Nei confronti di alcune importanti valute la moneta unica ha perso molto di più: nel medesimo periodo ha ceduto il 6,4% nei confronti del dollaro, il 5,5% verso lo yuan e il 9,1% nei confronti dello yen.

Le tendenze valutarie in questa fase sono ancora più difficili da decifrare, anche perché l'uscita della Grecia dall'Unione monetaria, che metterebbe in discussione l'esistenza stessa della moneta unica, non è stata del tutto scongiurata dall'esito delle elezioni di giugno.

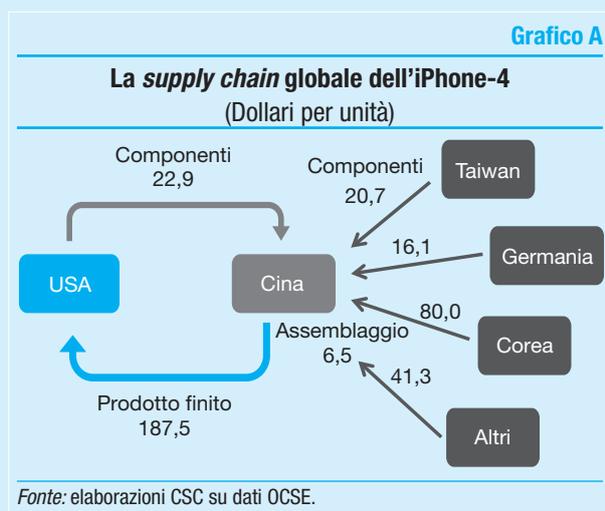
Lo scenario CSC incorpora, più come ipotesi di lavoro che come previsione, un tasso di cambio sui livelli correnti nei prossimi mesi (1,26 dollari per euro) e in risalita dalla fine di quest'anno. Nella media del 2012 il cambio si attesterebbe a 1,29 dollari, salendo a 1,32 nel 2013. Questi valori sono coerenti con la permanenza della Grecia nell'Area euro, con una soluzione della crisi del debito non immediata ma comunque raggiunta per fine 2012, e con una graduale ripresa di Eurolandia nel 2013.

## Uscita dall'euro = svalutazione = rilancio di export e PIL? False equazioni

Ricorrere a una forte svalutazione del cambio, per rilanciare l'export e quindi la crescita: è la grande tentazione, inconfessabile, di molti dei paesi più in difficoltà di Eurolandia. Ciò presupporrebbe naturalmente l'uscita dall'euro. Ma lo strumento della svalutazione non funziona più bene come un tempo, e forse non funzionerebbe proprio del tutto. Per almeno quattro ragioni: la diffusione delle *supply chain* internazionali, i sistemi bancari in crisi che rendono molto difficile ottenere credito, la lenta risposta dell'export, il fatto che più paesi si troverebbero a svalutare insieme e quindi nessuno di loro guadagnerebbe competitività sugli altri. Inoltre, per poter esportare di più occorre avere un'ampia base industriale, che invece è assente in alcuni di quei paesi.

L'affermazione negli ultimi anni delle filiere globali tra imprese quale meccanismo efficiente di organizzazione della produzione riduce molto i guadagni di competitività ottenibili da una svalutazione. Attraverso le filiere globali i prodotti finiti non vengono più realizzati interamente da una o da un insieme di imprese localizzate nello stesso paese. Tradizionalmente le economie avanzate (come l'Italia) importano materie prime ed esportano beni semi-lavorati o finiti, realizzando così valore aggiunto su cui far leva per migliorare la competitività con un deprezzamento del cambio. Ma da molto tempo è un fenomeno in forte crescita e ormai consolidato l'importazione di semilavorati che entrano nei prodotti finiti. Ciò ha determinato la transizione, nelle relazioni commerciali internazionali, da un mondo di scambi di soli beni finiti a un mondo di scambi anzitutto di lavorazioni intermedie. Una transizione che è molto difficile, se non impossibile, far tornare indietro. Le *supply chain* globali sono un fenomeno in larga parte irreversibile.

Per esemplificazione, è molto istruttivo analizzare come avviene la produzione dell'iPhone-4 (Grafico A). La Cina, che appare come esportatrice di questo bene, assembla semplicemente beni intermedi prodotti da altri paesi. Il suo valore aggiunto è pari appena al 3,5% del totale incassato dall'esportazione. Il diagramma è esplicativo della fitta rete di scambi internazionali che comporta il nuovo modo di produrre i beni industriali<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> È probabile che i semilavorati importati in Cina siano a loro volta comprensivi di input prodotti da imprese di altri paesi, le quali ricorrano ad altri fornitori cinesi. Quindi la trama della fornitura potrebbe essere ben più complessa di quanto appaia in questo diagramma.

Ciò simultaneamente è stato causato dalla e ha provocato la frammentazione della catena del valore, frammentazione che è una delle principali spiegazioni della maggiore crescita degli scambi internazionali rispetto al PIL globale. Dal 1991 al 2011 il commercio mondiale (in volume) è cresciuto a un tasso medio annuo del 6,0%, il PIL mondiale del 2,7%. Il fatto che imprese di più paesi partecipino alla produzione di uno stesso bene fa aumentare gli scambi a parità di valore aggiunto. Se un paese svaluta, in assenza di filiere globali, ottiene un aumento dell'export e una riduzione dell'import di beni, sostituiti da produzione interna senza aumento dei costi se non di quelli per le materie prime importate, che in valuta locale deprezzata varranno di più. Ciò inietta un netto guadagno competitivo e rilancia il PIL. Ma oggi le imprese esportatrici di beni, finali e non, importano, oltre alle commodity, anche molti input intermedi indispensabili per realizzare le loro produzioni: in Italia, Spagna e Portogallo, per esempio, intermedi e commodity sono pari a oltre il 60% dell'import totale; in Grecia poco meno. La svalutazione del cambio renderebbe queste importazioni più costose, riducendo di molto il guadagno di competitività. Perciò l'effetto espansivo della svalutazione risulterebbe decisamente minore di quanto era un tempo per economie con produzioni fatte quasi interamente domesticamente; lo ha dimostrato di recente il caso britannico, in cui la svalutazione massiccia della sterlina ha generato miglioramenti competitivi nettamente inferiori all'atteso e a quanto predetto dai modelli econometrici, che ancora non incorporano le piene conseguenze del più recente sviluppo delle catene globali.

La seconda ragione che rende dubbio il successo di una svalutazione, o almeno nella dimensione sperimentata in passato, è che i sistemi bancari dei paesi PIIGS sono sotto pressione perché affrontano una serie di difficoltà che arriva in certi casi a minarne l'operatività (si veda il riquadro *Banche: fragili nei PIIGS, con leva troppo alta nei paesi core*). Ciò ha causato un violento *credit crunch* per imprese e famiglie. Se non si rimuovono prima le cause della stretta sul credito, gli effetti della svalutazione verrebbero vanificati: infatti, alla maggiore domanda di fondi da parte delle imprese per finanziare l'aumento di produzione e soddisfare così i nuovi ordini verrebbe con ogni probabilità opposto un rifiuto da parte delle banche. Con l'autofinanziamento ridotto al lumicino dalla recessione, la mancanza di liquidità dovuta ai ritardati pagamenti (ciò vale soprattutto in Italia) e il canale dell'accesso diretto ai mercati finanziari ancora precluso a molte imprese, specie piccole, il *credit crunch* è un muro insormontabile anche dopo una forte svalutazione.

Terza ragione: i tempi per il manifestarsi dei benefici su export e import possono essere lunghi. A parte l'impatto iniziale di rincaro dei prezzi dell'import, che si verifica nell'immediato e quindi prima che venga più che compensato dall'incremento del volume dell'export, dalla svalutazione del cambio ci si attende appunto un aumento dei volumi delle esportazioni e una contrazione di quelli delle importazioni (o almeno della parte di que-

ste sensibili alle variazioni dei prezzi), con conseguente miglioramento del contributo della domanda estera netta alla crescita. Tuttavia, perché ciò avvenga occorre tempo. Siccome nel breve termine (alcuni mesi) gli ordini all'export e all'import sono già acquisiti, i volumi sono fissi. Man mano che affluiscono i nuovi ordini, le imprese iniziano ad accrescere la produzione. Questo richiede investimenti. Le imprese devono anche sostituire parte dei beni intermedi in precedenza importati e diventati troppo costosi. Secondo studi effettuati su esperienze di svalutazione di paesi avanzati, solo dal secondo anno si ha un vero miglioramento. Nell'attuale condizione di fibrillazione dei mercati internazionali, un anno per iniziare a vedere dei risultati su export e PIL potrebbe essere troppo.

La quarta ragione è che, una volta frantumata la moneta unica, più paesi svaluteranno contemporaneamente. Un'economia ottiene, invece, il massimo vantaggio competitivo da una svalutazione quando è la sola a realizzarla. L'esperienza dell'Argentina dopo il 2002, cioè dopo aver abbandonato la parità fissa con il dollaro, è stata un grande successo proprio per questo: il Brasile e il Messico, paesi ad essa vicini e di dimensioni economiche paragonabili, lasciarono immutati i tassi di cambio. Se invece più monete svalutano una dopo l'altra in sequenza ravvicinata, nessuna di esse genera più competitività; i movimenti dei prezzi relativi si annullano l'uno con l'altro e l'effetto espansivo sul PIL è marginale. D'altra parte, l'effetto della svalutazione dipende dal peso dell'export sull'economia e, in particolare nel caso di uscita dall'euro, dalla quota delle vendite all'estero destinata al resto dell'Area euro: 64,6% nel caso del Portogallo, 54,4% in quello della Spagna e solo 34,7% per la Grecia (Tabella A). I primi due paesi avrebbero, quindi, molto da guadagnare da un deprezzamento di una loro valuta nazionale rispetto all'euro. Ma le svalutazioni contemporanee di più PIIGS limiterebbero, per ognuno di loro, l'effetto espansivo su questa parte dell'export, nella misura in cui le specializzazioni settoriali dei vari paesi si sovrappongono.

Infine, per poter trarre vantaggio dalla svalutazione del cambio occorre poter realizzare in casa più prodotti esportabili, in tempi ragionevoli. Perciò, una svalutazione ha più probabilità di aver successo se attuata in un paese che ha già una solida base industriale.

Tabella A

**Export in Eurolandia: Grecia poco, Portogallo molto**  
(Composizione % degli scambi di merci, 2011)

	Esportazioni		Importazioni	
	Area euro	Extra Area euro	Area euro	Extra Area euro
Germania	39,6	60,4	44,5	55,5
Grecia	34,7	65,3	41,8	58,2
Irlanda	39,0	61,0	26,0	74,0
Italia	42,7	57,3	43,2	56,8
Spagna	54,4	45,6	47,8	52,2
Portogallo	64,6	35,4	66,0	34,0

Dati ordinati per export nell'Area euro.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

La Grecia ha ben poco manifatturiero: nel 2011 la quota di valore aggiunto sul totale dell'economia era molto bassa rispetto agli altri paesi di Euro-landia (9,9% contro il 22,0% della Germania e il 15,9% dell'Italia; Tabella B). La dimensione del manifatturiero è contenuta anche in Portogallo (13,0%) e in Spagna (13,4%, ma con una dimensione in termini assoluti molto maggiore). È più ampia in Irlanda (25,8%).

In alternativa occorre essere in condizioni di produrre una maggior quantità di servizi esportabili, essenzialmente turismo e noli commerciali. Nei quali alcuni PIIGS sono ben posizionati: la Grecia lo è in entrambi i comparti, mentre la Spagna è tra i *leader* mondiali nel turismo.

Infine, tutti gli economisti che propugnano il ritorno alle monete nazionali e la loro svalutazione, additando ad

esempio i vantaggi ottenuti dall'Argentina sempre post-2002, non considerano che il rilancio del paese sudamericano è stato grandemente sostenuto dal rialzo internazionale delle quotazioni delle materie prime, di cui è abbondantemente dotato. Ma tale sostegno non ha avuto nulla a che fare con il deprezzamento del cambio argentino.

Tabella B

**Poca industria in alcuni PIIGS**  
(Valore aggiunto, 2011, prezzi correnti)

	Manifatturiero		Totale economia
	% del totale	Mld. di euro	Mld. di euro
Slovacchia	25,9	16	63
<b>Irlanda</b>	<b>25,8</b>	<b>36</b>	<b>141</b>
Germania	22,0	505	2.296
Slovenia	20,2	6	31
Austria	18,9	51	272
Finlandia	18,2	30	166
Estonia	17,8	2	14
<b>Italia</b>	<b>15,9</b>	<b>225</b>	<b>1.414</b>
Belgio	14,0	46	329
<b>Spagna</b>	<b>13,4</b>	<b>132</b>	<b>986</b>
Malta	13,2	1	6
<b>Portogallo</b>	<b>13,0</b>	<b>19</b>	<b>149</b>
Paesi Bassi	12,7	69	540
Francia	10,1	181	1.789
<b>Grecia</b>	<b>9,9</b>	<b>19</b>	<b>190</b>
Cipro	6,1	1	16

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

